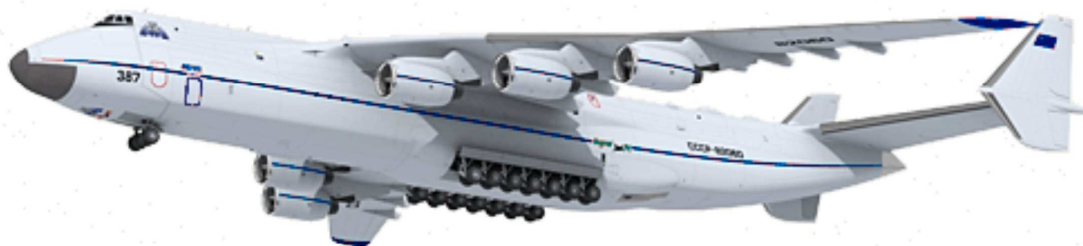


МОТОР СИЧ

Лучшие авиадвигатели для развивающихся стран

Владимир Оваденко, Ovadenko@ufc-capital.com

8 августа 2011 г.



	Sales (\$млн.)	EBITDA (\$млн.)	Net income (\$млн.)	P/S	EV/ EBITDA	P/E
2009	480.5	157.3	96.8	1.68	5.39	8.35
2010	630.4	219.9	157.3	1.28	3.86	5.14
1.07.2010- 30.06.2011	682.5	258.6	192.9	1.18	3.28	4.19
2011П	792.2	296.3	234.0	1.02	2.86	3.45

Источники: данные компании, расчеты UFC Capital.

«Мотор Сич» является одной из крупнейших в мире компаний по выпуску авиационных двигателей для военной и гражданской авиации, промышленных газотурбинных установок наземного применения. На заводе реализован полный цикл создания авиадвигателей. Ассортимент авиадвигателей насчитывает свыше 60 типов и модификаций для более 80 видов вертолетов и самолетов.

- ▶ Компания работает в наукоемкой отрасли с многообещающими перспективами. По прогнозам Rolls-Royce, в 2011-2020 гг. мировые производители вертолетов поставят почти 17 тыс. новых вертолетов на общую сумму \$140 млрд. При этом повышенным спросом будут пользоваться средние вертолеты, двигатели для которых относятся к специализации «Мотор Сич». Основными драйверами роста являются: необходимость обновления авиапарка (43% вертолетов в мире эксплуатируются свыше 25 лет), высокие темпы экономического роста в крупных развивающихся странах (Индия и Китай) и растущая доступность винтокрылых машин.
- ▶ На советских (позже – российских) предприятиях было произведено 27% мирового парка атакующих вертолетов, около 26% мирового парка сверхтяжелых вертолетов и 36% мирового парка среднетяжелых вертолетов. На долю вертолетов марки «Ми» приходится свыше 17% мирового рынка вертолетов с турбовальными двигателями. «Мотор Сич» является одним из основных поставщиков авиадвигателей для этого парка вертолетов. Вертолеты советского производства представляют собой огромный рынок ремонтных услуг и услуг по модернизации/ремоторизации этих машин.
- ▶ Руководитель «Мотор Сич» имеет тесные связи с руководством страны и пользуется поддержкой в верхах. Это уже нашло отображение в налоговых каникулах на десятилетний период. Кроме того, созданы предпосылки для долгосрочного сотрудничества в Российском заказчиками (включая военных).
- ▶ Мы ожидаем, что по результатам 2011 г. «Мотор Сич» увеличит продажи почти на 26% г/г до \$0.8 млрд., а чистую прибыль – почти в 1.5 раза г/г до \$234 млн. Компания демонстрирует впечатляющие темпы роста (в среднем 42% за год в 2006-2010 гг.) и рентабельность (в 1п2011 г. рентабельность по чистой прибыли почти достигла 30%, а маржа по EBITDA превысила 37%).
- ▶ Акции «Мотор Сич» являются наиболее ликвидными акциями украинского фондового рынка, входят в корзину индекса «Украинской биржи». Операции с акциями компании обеспечивают 15% оборота биржи. Совокупный объем сделок за последний год составил почти \$400 млн.
- ▶ **Справедливая стоимость** акций «Мотор Сич», рассчитанная с использованием методов дисконтирования денежных потоков и сравнительного анализа, находится на уровне **\$709**, что на **82%** выше текущей цены акций компании, что подтверждает рекомендацию **ПОКУПАТЬ**.

ПОКУПАТЬ

Текущая цена: \$389

Справедливая цена: \$709

Потенциал роста: 82%

Тикеры

ПФТС / УБ / Bloomberg **MSICH**

ADR / GDR + / BC21

Количество акций
в 1 ADR / GDR 0.2 / 0.1

Структура акционеров

Вячеслав Богуслаев 15.0%

Mackenzie Financial 9.4%

Глобальные
депозитарные расписки 1.3%

Казначейские акции 4.7%

Другие 69.6%

Структура капитала

Количество акций 2 077 990

Капитализация, \$ млн. 808.3

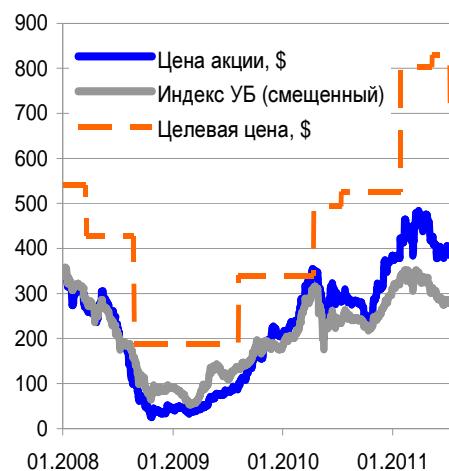
Чистый долг, \$ млн. 40.3

EV, \$ млн. 848.6

Динамика курса акций, \$

Минимум за год 230

Максимум за год 484



Содержание

Конкурентная среда	4
Общие сведения	4
Модель Портера	4
Политические факторы	5
SWOT-анализ	6
Основные конкуренты	7
Бизнес компании	8
Структура компании	8
Подразделения ОАО «Мотор Сич»	9
Структура акционеров	10
Корпоративное управление	10
Корпоративная стратегия	10
Производство и сбыт	12
Номенклатура продукции	12
Перспективы на 2011 г.	14
Сбыт продукции	16
Финансовые результаты	21
Оценка справедливой стоимости	22
Сравнительная оценка	22
Оценка методом DCF	24
Расчет итоговой справедливой стоимости	25
Финансовая отчетность	26
Баланс	26
Отчет о финансовых результатах	26
Показатели рентабельности	26

Конкурентная среда

Общие сведения. ОАО «Мотор Сич» входит в состав авиапромышленного комплекса Украины, традиционно глубоко интегрированного с предприятиями авиапромышленности России. Компания является многолетним производителем авиадвигателей для средних и тяжелых вертолетов, а также самолетов производства Украины и России. Последние образцы продукции завода находится на уровне мировых стандартов, при этом существенно дешевле своих аналогов западного производства, что позволяет компании прочно удерживать лидерство в регионе.

На заводе реализован полный цикл создания авиадвигателей

Модель Портера. Рассмотрим действие пяти конкурентных сил по методике Майкла Портера в отрасли производства авиадвигателей, которая приносит «Мотор Сич» свыше 92% выручки.

Рыночная сила потребителей — высокая

Авиакомпании являются основными покупателями гражданской авиатехники. Закупая большие объемы техники, они пользуются существенными скидками. Кроме того, авиакомпании могут легко переключиться на продукцию конкурентов, что предоставляет им дополнительный рычаг в переговорах. В свою очередь, достигнутые условия определяют потолок закупочных цен на авиадвигатели. Однако производителям самолетов и вертолетов сложнее переключится на альтернативных поставщиков авиадвигателей, поскольку это влечет за собой необходимость повторно проходить процедуру сертификации техники.

Конкурентную среду компании определяют эксплуатанты авиатехники

В сегменте авиатехники военного назначения одним из главных критериев выбора закупаемой техники являются ее превосходящие технико-технические характеристики и цена (в условиях дефицита государственных бюджетов). Двигатели «Мотор Сич» соответствуют современным требованиям военных ведомств, при этом предлагая конкурентоспособную цену.

В то же время при создании новой авиатехники производители в меньшей степени зависят от поставщиков, что позволяет этим производителям снижать цены на весь спектр авиадвигателей «Мотор Сич», увязывая их уровень с участием запорожской компании с новыми государственными программами.

Рыночная сила поставщиков — средняя

Учитывая, что «Мотор Сич» самостоятельно разрабатывает свои двигатели и обладает необходимыми технологиями для их производства, определяющим моментом для организации работы с поставщиками является производственная эффективность. Многие поставщики компании играют важные роли в обеспечении ее теми или иными компонентами. Партнерство с ключевыми поставщиками длится десятилетиями в рамках производственной кооперации, существующей со времен СССР. Единственной угрозой для бесперебойных поставок может быть ухудшение политических взаимоотношений с Россией. С другой стороны, являясь во многих случаях ключевым поставщиком для вертолетостроительных компаний России, «Мотор Сич» находится в привилегированной позиции, поскольку от бесперебойных поставок двигателей зависит выполнение российской программы восстановления авиастроения.

Конкуренция — очень жесткая

Учитывая небольшое количество производителей авиадвигателей, конкуренция в отрасли жесткая. Высокая доля фиксированных расходов и необходимость постоянных инвестиций в научно-исследовательские и конструкторские работы обуславливают стремление производителей авиадвигателей к увеличению рыночной доли и подталкивают к повышению эффективности деятельности (например, через снижение издержек), что позволит выигрывать большие заказы. Определяющим фактором на текущий момент является сервисное обслуживание авиадвигателей (удобство, качество, сроки и совокупные расходы потребителей).

Угроза новых игроков — невысокая

Отрасль, в которой работает компания, в значительной мере концентрирована, поделена между несколькими игроками. Барьеры входа существенно выше, чем у большинства других отраслей, что связано с повышенными требованиями безопасности конечного продукта — авиационной техники. Прежде всего, к числу особенностей отрасли можно отнести высокие капиталоемкость и уровень технологий, значительную роль ноу-хау и накопленного опыта персонала, налаженные связи с поставщиками и потребителями, регулирование отрасли, в том числе международными нормами. Барьеры входа для производителей компонентов или субборки немного ниже, но также являются достаточно высокими. Следствием больших капитальных инвестиций является высокий эффект масштаба производства для существующих игроков.

Угроза продуктов-заменителей — низкая

Авиатехника с вертикальным взлетом имеет ряд уникальных характеристик (прежде всего, это широкий диапазон летных характеристик, способность достичь мест, которые невозможно достичь каким-либо другим транспортным средством, широкий перечень выполняемых функций и отсутствие необходимости поддерживать наземную инфраструктуру — аэропорты), которые позволяют прогнозировать высокий спрос на нее в следующие двадцать лет. Учитывая длинный срок разработки подобной техники, появления субститутов в этот период маловероятно. Поскольку вертолеты проходят сертификацию только в связке с определенным двигателем, замена поставщика двигателей является делом затратным и затяжным. Поэтому мы оцениваем риск появления двигателей других производителей по уже сертифицированным моделям вертолетов и самолетов как незначительный. Кроме того, частично могут появляться товары-заменители на уровне деталей и компонентов авиадвигателей по мере появления новых материалов и технологий. Однако темпы их появления и начальная дороговизна сводят их влияние на рынок ремонтов авиадвигателей к минимальному.

Политические факторы. «Мотор Сич» имеет существенную политическую поддержку. Председатель Совета директоров компании является народным депутатом от правящей Партии Регионов и успешно лоббирует интересы авиастроения в украинском парламенте с 2006 г., когда он впервые был избран народным депутатом Украины. В частности, благодаря его поддержке в принятый в конце 2010 года Налоговый кодекс были внесены крайне важные для авиастроения положения. Так, документ предусматривает освобождение всех предприятий авиастроения до конца 2020 г. от налога на прибыль, полученную от основной деятельности и от проведения такими предприятиями научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ,

Руководитель «Мотор Сич» пользуется поддержкой правящей партии

которые осуществляются для нужд авиастроения. Кроме того, до 1 января 2016 г. освобождаются от уплаты налога на добавленную стоимость операции по ввозу товаров, используемых для авиастроительной промышленности, кроме облагаемых акцизом или пошлиной, а также поставка на территории Украины результатов научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ, которые проводятся для нужд авиастроения.

Специалисты «Мотор Сичи» также принимали участие в разработке целого ряда документов, облегчающих существование как самого предприятия, так и отрасли в целом.

Интересы компании также защищаются и на региональном уровне. К примеру, член наблюдательного совета «Мотор Сичи» Юрий Гречиха, заседает в Запорожском областном совете, а его коллеги по набсовету Михаил Молчанов и Юрий Буря являются депутатами Запорожского городского совета.

Важным фактором для компании долгие годы остается межгосударственное сотрудничество Украины с Российской Федерацией, которая является ключевым рынком сбыта для «Мотор Сичи». Украинской стороне удастся достигать приемлемых результатов в этом взаимодействии, подписывая межправительственные соглашения о сотрудничестве в области разработки, производства, поставок и эксплуатации авиационной техники.

SWOT-анализ

Сильные стороны	Слабые стороны
<ul style="list-style-type: none"> - производство двигателей с уникальными характеристиками, диверсифицированная продуктовая линейка - длительные исторические связи с крупными клиентами, прочные позиции на рынке СНГ - полный цикл создания авиадвигателей, партнерство с сильным разработчиком двигателей — КБ «Ивченко-Прогресс» - опытный и квалифицированный персонал - низкая доля заемных средств 	<ul style="list-style-type: none"> - высокая доля продаж в России, что ставит благополучие завода в зависимость от политических взаимоотношений между странами - недостаточная емкость внутреннего рынка - низкий уровень контроля за операционной деятельностью со стороны миноритарных акционеров - неопределенность стратегии после ухода с поста Вячеслава Богуслаева
Возможности	Угрозы
<ul style="list-style-type: none"> - высокая степень износа авиационных парков стран СНГ, требующих ремонта или замены авиационной техники - рост потребностей в авиатехнике с вертикальным взлетом, как для гражданских, так и для военных целей - постоянные разработки новых продуктов, в т. ч. для проникновения в смежные отрасли - создание авиадвигателей 5-го поколения в течение нескольких лет - участие в государственных программах РФ - проникновение на рынок Китая и стран Юго-Восточной Азии 	<ul style="list-style-type: none"> - нерыночные правительственные методы защиты внутренних рынков тех стран, в которые компания экспортирует продукцию - коррупция при государственных закупках (прежде всего, в России) - дальнейшее ужесточение конкуренции на рынке авиадвигателей - подорожание импортных комплектующих и сырья

Основные конкуренты. Основными конкурентами «Мотор Сич» в авиадвигателестроении являются Pratt&Whitney (Канада), Snecma/Turbomeca (Франция), BMW Rolls-Royce (Германия/Великобритания) и General Electric (США), которые по-прежнему являются лидерами в производстве авиадвигателей.

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 широкой 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.

В условиях высокой конкуренции с российскими авиационными заводами существует риск потери части потребителей за счет перехода российских авиакомпаний на ремонт и обслуживание авиадвигателей на отечественных авиапредприятиях. На сегодняшний день ремонт различных типов авиадвигателей производства ОАО «Мотор Сич» выполняют многие российские авиаремонтные заводы: в Ростове, Арамиле, Ейске, Калининграде, Старой Руссе, Омске, Хабаровске.

Основные конкуренты:
Pratt&Whitney,
Snecma/Turbomeca,
General Electric и
BMW Rolls-Royce.

Бизнес компании

Завод основан в 1907 г., начиная с 1916 г. производит авиадвигатели. Новейшая история предприятия началась в 1994 г., когда компания была преобразована в открытое акционерное общество.

Сейчас ОАО «Мотор Сич» выпускает и осваивает серийное производство авиационных двигателей различной мощности и назначения для летательных аппаратов всемирно известных самолето- и вертолетостроительных компаний. Качество и надежность продукции, выпускаемой предприятием, подтверждается ее успешной эксплуатацией более чем в 120 странах мира.

Компания обладает уникальной базой для выпуска современных авиадвигателей для самолетов и вертолетов, обеспечивая полный цикл производства авиационной техники в Украине – от проектирования до серийного производства и дальнейшего сервисного обслуживания самолетов, вертолетов и других летательных аппаратов.

Многие из двигателей, изготавливаемых на предприятии, стали мировыми лидерами в своем классе: ТРДД АИ-25ТЛ поднимает в небо более трех тысяч учебно-тренировочных и учебно-боевых самолетов 40 стран мира; вертолетный двигатель ТВЗ-117, на котором летают в 61 стране практически все произведенные в России вертолеты средней грузоподъемности; двигатель Д-18 для самых грузоподъемных в мире транспортных самолетов «Руслан» и «Мрия»; самый мощный в мире двигатель для вертолетов Д-136 и другие. Значительное место в производственной программе ОАО «Мотор Сич» занимает выпуск промышленных газотурбинных приводов, созданных на базе многолетнего опыта изготовления и технического сопровождения в эксплуатации авиационных двигателей. Это направление насчитывает около десятка типов приводов в диапазоне мощностей от 1 до 8 МВт. ОАО «Мотор Сич» входит в состав авиапромышленного комплекса Украины, традиционно глубоко интегрированного с предприятиями авиапромышленности России

Система качества ОАО «Мотор Сич» сертифицирована транснациональной фирмой Bureau Veritas Certification (Bvc) на соответствие требованиям международного стандарта ISO 9001 применительно к производству, ремонту и техническому обслуживанию авиадвигателей, газотурбинных приводов и проектированию газотурбинных электростанций с областью аккредитации в США, Великобритании и Германии.

Структура компании

В состав компании входят филиалы, дочерние предприятия, авиакомпания, представительства и объекты социального назначения. В уставном капитале дочерних предприятий доля ОАО «Мотор Сич» составляет 100%.

Представительства размещены в Украине, России, Китае, ОАЭ, Алжире, Индии, Бангладеш.

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

Многие из двигателей, изготавливаемых на предприятии, – мировые лидеры в своем классе

Продукция компании эксплуатируется в 120 странах мира

Глубокая интеграция с предприятиями России

Система качества сертифицирована Bureau Veritas Certification

В компанию входят 4 завода, авиакомпания; всего около 50 основных и вспомогательных цехов

Головное предприятие

Запорожский моторостроительный завод (основан в 1907 г.);

- Разработка, подготовка и организация производства и сбыта авиационных двигателей и авиационной техники;
- производство прочих двигателей, генераторов, трансформаторов и турбин для спецтехники, судов, автомобилей, сельхозтехники, а также работы по их монтажу;
- послепродажное обслуживание и ремонт летательных аппаратов, а также поставка комплектующих и работы по восстановлению ресурса авиадвигателей.

Филиалы

Снежнянский машиностроительный завод (СМЗ, основан в 1974 г.)

- Производство лопаток газотурбинных двигателей;
- производство деталей и узлов для горно-шахтного оборудования;
- производство потребительских товаров, сельскохозяйственной техники и оборудования для коммунальных служб.

Волочиский машиностроительный завод (ВМЗ, основан в 1971 г.)

- Обеспечение авиадвигателей многотиражными деталями и метизами;
- создание технологической оснастки;
- ремонт двигателя АИ-20 и его модификаций;
- производство электростанций ЭГ-1000, ПАЭС-2500;
- изготовление и сборка энергоприводов ГТЭ-МС-2.5; АИ-2500М;
- производство сельскохозяйственного оборудования, потребительских товаров, прежде всего широкого ассортимента глушителей к легковым автомобилям.

Запорожский машиностроительный завод им. В. И. Омельченко (основан в 1988 г.)

- Испытание авиационных двигателей;
- сборка и испытание газотурбинных электростанций ЭГ-1000 и ЭГ-6000;
- испытание газотурбинных приводов Д-336, АИ-336 мощностью 6.3 и 8 МВт;
- сборка и испытание газотурбинных перекачивающих агрегатов ГПАК/5.5 - ГТП/6.3СК;
- изготовление лопаток;
- литейное производство.

Дочерние предприятия

Лебединский моторостроительный завод

- разработка, подготовка и организация исследовательского и серийного производства машиностроительной продукции;
- сбыт изготовленной продукции;
- выпуск продукции производственно-технического назначения, потребительских товаров, топливных и смазочных материалов.

Гуляйпольский машиностроительный з-д

- разработка, подготовка и организация исследовательского и серийного производства машиностроительной продукции;
- сбыт изготовленной продукции;
- производство, закупка и сбыт сельскохозяйственной продукции;
- предоставление услуг населению по ремонту и техническому обслуживанию автотранспортных средств, а также поставка запасных частей для них;
- реализация технологического оборудования и автотракторного транспорта, изъятого из технологического применения.

Гуляйпольский механический завод

- подготовка и организация исследовательского и серийного производства
- авиационных двигателей, авиационной техники и имущества;
- изготовление электротехнических машин, оборудования и аппаратуры, изделий производственного назначения;
- производство сельскохозяйственных машин, технологического оборудования.

Авиакомпания

Авиакомпания ОАО «Мотор Сич» (основана в 1984 г.); базовым аэропортом является аэропорт города Запорожье (OZH/UKDE) – аэродром «Мокрая»

- Грузовые и пассажирские авиаперевозки (регулярные, чартерные рейсы и бизнес-полеты) в различные регионы мира;
- авиационные перевозки опасных грузов и грузов специального назначения;
- оперативное и периодическое техническое обслуживание самолетов: Ан-140, Ан-24, Ан12 и Як-40; оперативное техническое обслуживание Ан-74ТК-200.

Источник: данные компании.

Структура акционеров

В отчетности «Мотор Сич» указан только один владелец крупного пакета акций (15%) – Председатель правления компании Вячеслав Богуслаев. На наш взгляд, существует очень высокая вероятность того, что многолетний руководитель опосредованно владеет еще около 50% акций, де-факто контролируя свыше 61%, что позволяет ему единолично определять все аспекты деятельности компании. Не исключено, что достаточно крупными пакетами (до 5% каждый) владеют структуры, близкие к российским государственным монополиям.

Корпоративное управление. Совет директоров компании состоит из 11 человек, десять из которых являются действующими сотрудниками компании, и один – представителем конструкторского бюро НПО «А. Ивченко», одного из главных партнеров «Мотор Сич». Возглавляет совет директоров многолетний руководитель предприятия, человек советской закалки, Вячеслав Богуслаев. За исключением председателя, все члены совета владеют только небольшим количеством акций компании или не владеют акциями совсем. Отметим, что Вячеслав Богуслаев совмещает посты председателя совета директоров, главы правления и генерального директора компании, что не относится к числу лучших мировых практик в сфере корпоративного управления.

В компании постоянно действует наблюдательный совет в количестве девяти человек, которые также являются сотрудниками «Мотор Сич». Отметим, что сын Вячеслава Богуслаева Александр занимает пост заместителя председателя наблюдательного совета, и, вероятно, курирует деятельность органа (который де-юре возглавляется директором по связям с общественностью). В 2007-2010 гг. совет директоров собирался ежемесячно. Члены наблюдательного совета переизбираются ежегодно.

Ревизионная комиссия, избранная из сотрудников компании, состоит из семи человек и собирается ежеквартально.

Таким образом, в органах управления «Мотор Сич» отсутствуют независимые директора, а комитеты аудирования, номинирования и компенсационный отсутствуют. Впрочем, такое положение дел является вполне обыденным на просторах Украины и других стран СНГ. Кодекс корпоративной этики, регулирующие спорные вопросы при возникновении конфликта интересов также отсутствует. Из позитивных моментов можно отметить высокую техническую квалификацию руководителей компании и консервативные подходы к оценке инвестиционных проектов.

У миноритарных акционеров отсутствует возможность узнать размер вознаграждения должностных лиц компании.

Корпоративная стратегия. «Мотор Сич» придерживается стратегии продуктовой дифференциации. Это выражается в создании авиадвигателей с уникальными спецификациями, которые хорошо вписываются в новые технологические разработки авиастроителей России.

«Мотор Сич» позиционирует себя как разработчика и поставщика газотурбинных двигателей для военной и гражданской авиации, газотурбинных приводов различной мощности и газоперекачивающих агрегатов.

Частью стратегии «Мотор Сич» является развитие производства собственного оборудования и техники как части комплексных решений, что позволит снизить стоимость производимой продукции и услуг без потери качества.

Практически все аспекты деятельности компании контролируются многолетним руководителем Вячеславом Богуслаевым.

Корпоративное управление компании отстает от лучших международных стандартов, но является неплохим в украинских реалиях.

«Мотор Сич» придерживается стратегии продуктовой дифференциации.

Компания прочно занимает нишу производства и сервисного обслуживания авиадвигателей для средних вертолетов (прежде всего, семейства Ми и Ка).

По данным холдинга «Вертолеты России», на его предприятиях было произведено около 27% мирового парка атакующих вертолетов, около 26% мирового парка сверхтяжелых вертолетов и 36% мирового парка среднетяжелых вертолетов. На долю вертолетов марки «Ми» приходится свыше 17% мирового рынка вертолетов с турбовальными двигателями.

Это обуславливает жесткую привязку стратегии украинского предприятия к ареалу распространения этих машин, включающему, прежде всего, Россию, страны Ближнего Востока и Северной Африки, Китай и развивающиеся страны Юго-Восточной Азии.

И если в сегменте работ по продлению срока эксплуатации вертолетных двигателей своего производства компания не имеет себе равных, то в новых продуктах она неизбежно зависит от партнерских отношений с российскими производителями авиатехники.

Компания озвучивает намерения расширить свое присутствие на глобальном рынке путем активного продвижения продукции, предоставления сервисного обслуживания, поиска и освоения новых рынков сбыта. Тем не менее, мы уверены, что возможности «Мотор Сич» как самостоятельного игрока весьма ограничены. Экспансия возможна только совместно с крупным производителем авиатехники. Наиболее вероятным партнером на сегодняшний момент выглядит российская государственная корпорация «Вертолеты России», учитывая долгую историю кооперационных отношений с входящими в российский холдинг компаниями.

«Мотор Сич» активно сотрудничает с украинскими и российскими авиационными фирмами и научными центрами в области авиационного двигателестроения, развивает и внедряет совместные программы, подкрепленные межправительственными соглашениями с Российской Федерацией.

Отметим следующие ключевые составляющие **стратегии развития** компании:

- ▶ совместное производство самолета **Ан-140** в Харькове и Самаре, **Ан-148**, **Ан-158** в Киеве и Воронеже, **Бе-200** в Таганроге;
- ▶ восстановление производства самолета **Ан-124-100** «Руслан» в Ульяновске;
- ▶ участие в совместных проектах по созданию и модернизации гражданских и военных вертолетов: **Ми-28**, **Ми-17**, **Ка-50**, **Ка-52**, **Ка-32** с двигателями семейств ТВЗ-117, ВК-2500, ТВЗ-117ВМА-СБМ1В, самого грузоподъемного вертолета **Ми-26** с двигателями Д-136, вертолета **Ми-2** с двигателями АИ-450М.

«Мотор Сич» прочно занимает нишу производства и сервисного обслуживания авиадвигателей для средних вертолетов (примерно 17% мирового рынка)

Ключевые рынки: Россия, страны Ближнего Востока и Северной Африки, Китай и развивающиеся страны Юго-Восточной Азии.

«Вертолеты России» - наиболее вероятный стратегический партнер «Мотор Сич».

Наиболее перспективное направление в ближайшее время - модернизации гражданских и военных вертолетов: Ми-28, Ми-17, Ка-50, Ка-52, Ка-32, Ми-26 и Ми-2.

Производство и сбыт

Номенклатура продукции «Мотор Сич»

Авиационные двигатели (94%*):

- турбовинтовые двигатели;
- турбореактивные двухконтурные двигатели;
- турбовинтовентиляторные двигатели;
- турбовальные двигатели;
- вспомогательные двигатели;

Промышленные установки (4%*):

- газотурбинные приводы;
- газотурбинные электростанции;
- газоперекачивающие агрегаты;

Промышленная продукция и потребительские товары (2%*)

Источник: данные компании. * - Доля в структуре реализации продукции.

«Мотор Сич» выпускает более 60 типов и модификаций двигателей для более чем 80 видов самолетов и вертолетов различного 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.

Многие из двигателей, изготавливаемых на предприятии, стали **мировыми лидерами в своем классе**:

- ▶ **ТРДД АИ-25ТЛ** поднимает в небо более трех тысяч учебно-тренировочных и учебно-боевых самолетов 40 стран мира;
- ▶ вертолетный двигатель **ТВЗ-117**, на котором летают в 61 стране практически все произведенные в России вертолеты средней грузоподъемности (выпущено свыше 25 тыс. единиц);
- ▶ двигатель **Д-18** для самых грузоподъемных в мире транспортных самолетов «Руслан» и «Мрия»;
- ▶ самый мощный в мире двигатель **Д-136** для вертолетов (на текущий момент изготовлено более 470 шт.).

Значительное место в производственной программе ОАО «Мотор Сич» занимает выпуск промышленных **газотурбинных приводов**, созданных на базе многолетнего опыта изготовления и технического сопровождения в эксплуатации авиационных двигателей. Это направление насчитывает около десятка типов приводов **в диапазоне мощностей от 1 до 8 МВт**.

Основными поставщиками сырья, используемого в производственном цикле компании, являются украинские и российские компании, с которыми заключены долгосрочные контракты. В настоящее время «ОАО Мотор Сич» проводит следующие работы:

в серийном производстве:

- ▶ усовершенствование и улучшение потребительских качеств двигателей Д-18Т и его модификаций, АИ9-3Б, ТВЗ-117ВМА-СБМ1, Д-36 всех серий, семейства ТВЗ-117В, Д-436Т1, Д-436ТП, Д-436-148, АИ-450-МС;

в разработке, подготовке опытного и серийного производства:

- ▶ двигатель АИ-25ТЛШ – новая модификация АИ-25ТЛ – для ремоторизации учебно-тренировочных самолетов L-39;



АИ-25ТЛШ



ТВЗ-117



Д-18Т



Д-136



ТВЗ-117ВМА-СБМ1В

- ▶ двигатели семейства АИ-222 для учебно-боевых самолетов типа Як-130, L-15 и др., которые выпускаются в России и Китае, а также легких боевых самолетов;
- ▶ двигатель ТВ3-117ВМА-СБМ1В для ремоторизации огромного парка вертолетов «Ми» и «Ка» по всему миру, а также для установки на новые вертолеты;
- ▶ двигатель ТВ3-117ВМА-СБМ1В 1 серии с новой системой автоматического управления FADEC и улучшенными эксплуатационными характеристиками для вертолетов Ми-28, Ми-17 и других;
- ▶ двигатели ТВ3-117ВМА-СБМ1В 4, 4Е серии для ремоторизации ранее выпущенных вертолетов Ми-8Т;
- ▶ двигатели семейства МС-14 для проекта модернизации самолетов Ан-2 в Ан-3;
- ▶ турбовальный двигатель МС-500В для вертолетов АНСАТ и др.;
- ▶ малоразмерные двигатели МС-400, МС-400П, МС-450, МС-100 для беспилотных летательных аппаратов;
- ▶ газотурбинные приводы и электростанции для России и Украины, в том числе теплоэнергетические комплексы с парогазовым или когенерационным циклом.

«Мотор Сич» является монопольным производителем двигателей АИ-24, АИ-20, ТВ3-117, АИ-9(9У), АИ-25, Д-36, Д-136, Д-18, а также единственным в мире производителем запасных частей к ним.

В 2010 г. «Мотор Сич» обеспечила выполнение поставок продукции согласно заключенным с заказчиками контрактам и договорам. Выполнено 206 контрактов на поставку серийных и ремонтных двигателей, приводов, электростанций. Изготовлено товарной продукции в действующих ценах на сумму 4.8 млрд. грн., отгружено – на 4.7 млрд. грн.

Дополнительно к изготовлению двигателей предприятие обеспечило выполнение 74 контрактов на поставку запасных частей (46 – дальнее зарубежье, 28 – АРЗ России). Предприятие осуществляет техническое сопровождение двигателей в эксплуатации, гарантийное и послегарантийное обслуживание. С этой целью организованы точки периодического обслуживания и постоянной дислокации специалистов эксплуатационно-ремонтного обслуживания (**190 точек**), функционирует система поддержания летной годности. Работа с эксплуатирующими организациями строится на договорной основе. За 2010 г. заключено 337 договоров и 370 дополнительных соглашений к действующим договорам с авиапредприятиями стран СНГ на увеличение ресурсных показателей, техническое сопровождение двигателей производства ОАО «Мотор Сич».

В 2010 г. реализовано потребительских товаров на сумму **96 млн. грн.** В течение года продолжались работы по освоению серийного производства целого ряда новых изделий авиационной тематики.

Изготовлены:

- ▶ 3 двигателя МС-500;
- ▶ 2 двигателя АИ-450М;
- ▶ 2 двигателя АИ-450МС серии 1;
- ▶ 3 двигателя ТВ3-117ВМА-СБМ1В серии 4Е;
- ▶ модифицированный вентилятор Д-36МБ.

В 2010 г. производилась подготовка производства и изготовление материальной части опытных образцов двигателей МС-450, МС-14, полноразмерного двигателя АИ-222-25, изготовлен макетный экземпляр и выполнены предварительные наземные испытания вертолета Ми-8Т, модифицированного по замене двигателя ТВ2-117 на ТВ3-117ВМА-СБМ1В серии 4Е. Изготавливались теплообменники на изделия Д-36, АИ9-3Б, Д-436-148.

На разработку и подготовку к серийному выпуску новых видов авиационных изделий, продукции общетехнического назначения и товаров народного потребления предприятием направлено **85 млн. грн.** собственных средств. В отчетном году полностью смонтирован опытный образец ТЭК-3, произведен его запуск, проводится доводка комплекса. ТЭК-6 изготовлен более чем на 70%. В связи с отсутствием бюджетного финансирования дальнейшие работы по изготовлению ТЭК-6 ведутся за счет предприятия.

В 2010 г. компания сформировала достаточные запасы материалов и комплектующих частей, которые позволят обеспечить бесперебойную работу предприятия в 2011 г.

В 2010 году службой эксплуатационно-ремонтного обслуживания:

- ▶ оказано различного рода услуг на сумму **308.4 млн. грн.**;
- ▶ выполнено восстановление средним ремонтом всего **103** двигателей; из них в условиях эксплуатации – 74, в условиях технических центров (ТЦ MSME в ОАЭ, ТЦ «Борисфен-Авиа» в России) – 42;
- ▶ продолжается освоение среднего ремонта двигателей Д-336, АИ336-2-8, Д-436ТП, Д-436-148, АИ-450-МС, ТВ3-117ВМА-СБМ1В, АИ9-3Б;
- ▶ разработаны технологии на новые виды ремонта двигателей ТВ3-117ВМА-СБМ1В, АИ9-3Б, Д-18Т, Д-36.

Сфера деятельности ЭРО расширилась с введением новых газокompрессорных станций в Иране, Турции, Туркмении, Узбекистане, Болгарии, Беларуси, России, Азербайджане. Всего в настоящее время эксплуатируется **105** двигателей на газоперекачивающих станциях и 8 – на электростанциях.

Перспективы на 2011 г.

Работы по авиационным двигателям:

- ▶ выпуск конструкторской документации, изготовление, испытание и сертификация двигателя ТВ3-117ВМА-СБМ1И;
- ▶ продолжение кооперационных поставок узлов ТРДД АИ-222-25 для изготовления двигателей по контрактам;
- ▶ изготовление деталей и узлов двигателя АИ-222К-25Ф, а также проведение испытаний опытных двигателей;
- ▶ завершение летных испытаний двигателя АИ-25ТЛШ на самолете L-39 и его постановка на производство;
- ▶ участие в доукомплектации двигателей Д-27 для проведения государственных сертификационных испытаний;
- ▶ изготовление деталей и узлов двигателей АИ-450-МС серии 1, АИ-450М, участие в доводочных работах совместно с ГП «Ивченко-Прогресс»;

-
- ▶ продолжение работ по комплексному графику постановки на производство двигателя АИ9-3Б серии 1А;
 - ▶ проведение работ по созданию вспомогательного двигателя МС-500УБЭ для самолетов специального назначения.

Выполнение работ по двигателю МС-14:

- ▶ изготовление опытной партии двигателей, проведение опытно-конструкторских работ (ОКР), подготовка к сертификации;
- ▶ проведение работ по адаптации двигателя МС-14 для экранопланов;
- ▶ заключение договора с Ираном на проведение работ по МС-14 TWIN.

Выполнение работ по двигателю МС-500В:

- ▶ изготовление 3-го газогенератора;
- ▶ изготовление и сборка двигателей для проведения опытно-конструкторских работ (ОКР);
- ▶ проведение стендовых доводочных и специальных испытаний;
- ▶ проведение сертификации.

Выполнение работ по двигателю ТВ3-117ВМА-СБМ1В:

- ▶ проведение государственных стендовых испытаний двигателя в интересах Министерства обороны Российской Федерации;
- ▶ проведение летных испытаний в составе вертолетов типа Ми-24 и Ми-8МТ/Ми-17 в РФ, Польше и Китае;
- ▶ выполнение работ по дальнейшему увеличению ресурсных показателей двигателя;
- ▶ выполнение работ по созданию модификации двигателя ТВ3-117ВМА-СБМ1В серии 1 с новой электронной системой автоматического управления и контроля двигателя для вертолетов типа Ми-28НМ и Ми-171;
- ▶ проведение с вертолетными фирмами и с зарубежными заказчиками работ по применению двигателя в составе вертолетов типа Ми-8МТ/Ми-17, Ми-24 и Ка-32.

Выполнение работ по двигателю МС-450:

- ▶ изготовление и испытание двигателя-демонстратора;
- ▶ внедрение компрессорного стенда, установок для испытания турбины и камеры сгорания.

Выполнение работы по двигателю МС-400:

- ▶ продолжение работ по вводу новой модификации металлического контейнера для длительного хранения;
- ▶ продолжение работ по привязке изделия МС-400П к разведывательно-ударному комплексу КБ «Южное».

Выполнение работ по двигателю ТВ3-117ВМА-СБМ1В серии 4, 4Е:

- ▶ завершение выпуска конструкторской документации;
- ▶ проведение опытно-конструкторских работ (ОКР) и летно-конструкторские испытания (ЛКИ) в составе вертолета;
- ▶ получение сертификата типа.

Ведутся работы по разработке и производству теплообменных аппаратов.

Работы по наземной технике:

- ▶ проведение опытно-конструкторских работ по внедрению в газотурбинный привод ТВЗ-137 электроуправления входного направляющего аппарата (ВНА) и клапана перепуска воздуха (КПВ);
- ▶ продолжение отработки двухтопливной системы на двигателе ГТЭ-МС-2.5Д в составе электростанции;
- ▶ выполнение работ по созданию газотурбинного привода ГТЭ-8.3/МС для электростанции ЭГ-8000МС, подготовка производства и изготовление опытного образца ГТП;
- ▶ изготовление опытного образца газотурбинного двигателя АИ-312;
- ▶ проведение работ по изготовлению первого опытного образца электростанции ЭГ1000 МС;
- ▶ разработка конструкторской и эксплуатационной документации по модернизации электростанции «Мотор Сич ПАЭС-2500Г»;
- ▶ изготовление и поставка заказчику трех газотурбинных установок «Мотор Сич ГТЭ6/6.3М1УХЛ1»;
- ▶ разработка комплекта эксплуатационной документации, изготовление и испытание первого опытного образца газотурбинной электростанции ЭГ 7000МС;
- ▶ проведение работ по изготовлению первого опытного образца газотурбинной электростанции ЭГ 8000МС;
- ▶ завершение испытания опытного образца газоперекачивающего агрегата ГПА) на испытательном стенде в Канцеровке (Запорожская область);
- ▶ продолжение опытных работ, направленных на удешевление конструкции модулей и блоков ГПА, замену материалов, унификацию деталей и сборочных единиц, и реализация их в конструкторской документации для последующей поставки ГПА;
- ▶ проведение комплекса эксплуатационных, предварительных, приемочных испытаний опытного образца ГПА и запуск его в опытно-промышленную эксплуатацию на компрессорной станции в Купянске (Харьковская область);
- ▶ разработка технического задания и эскизного проекта нового газоперекачивающего агрегата ГПА-К/5.5-ГТП/12 с газотурбинным приводом мощностью 12 МВт;
- ▶ внедрение в новые разработки ГПА блока газорегулирующей аппаратуры (БГРА);
- ▶ применение системы видеонаблюдения за работой ГТП и газотурбинных электростанций.

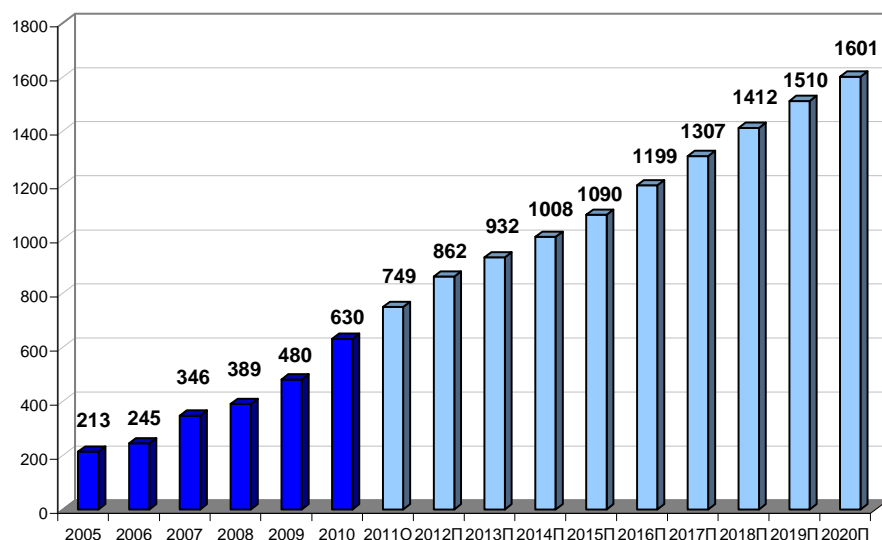
Сбыт продукции

В 2010 г. Удельный вес авиатехники в структуре реализованной продукции составил 93.8%; доля экспорта в доходе от реализованной продукции – 91.5% (в 2006 г. — 86.4%).

Авиатехника достигает 94% в продажах компании.

Ключевым направлением, способным обеспечить более половины выручки «Мотор Сич», в ближайшие годы будет производство вертолетных двигателей, около трети выручки будут генерировать работы по ремонту, модернизации и продлению ресурса авиадвигателей. **Доля экспорта – свыше 90%.**

«Мотор Сич»: динамика продаж в 2005-2020 гг., \$ млн.



Источник: данные компании, прогнозы UFC Capital.

Основным источником поступления денежных средств в 2010 г. традиционно являлось выполнение экспортных контрактов по авиационной и наземной технике. Предприятие поставляет новые авиационные двигатели, газотурбинные приводы и другую продукцию наземного применения, запасные части, ремонтно-монтажный инструмент, потребительские товары, осуществляет капитальный ремонт, послепродажное обслуживание авиационной и наземной техники и оказывает услуги в эксплуатации.

Две трети выручки приходится на российские контракты

В 2010 г. поступления денежных средств по заключенным контрактам по сравнению с 2009 г. выросли на 37.1%. Увеличились как поступления денежных средств от потребителей дальнего зарубежья, России, стран СНГ, так и поступления от украинских потребителей. Географическое распределение поступлений денежных средств в 2010 г. представлено на следующей диаграмме.

В ближайшие годы до трети выручки будут приносить ремонт и модернизация вертолетных авиадвигателей

«Мотор Сич»: географическая структура продаж в 2010 г.



Источник: данные компании.

1. Из **России** – 68.7% от общей суммы поступлений. По отношению к 2009 г. поступления увеличились на 66.5%. Большая часть денежных средств получена за поставку серийных авиадвигателей ТВЗ-117 различных модификаций, ВК-2500, АИ-9В.

Наиболее крупными российскими потребителями в 2010 г. были:

- ▶ ОАО «Казанский вертолетный завод»;
- ▶ ОАО «Улан-Удэнский авиазавод»;
- ▶ ОАО «Климов» (г. Санкт-Петербург);
- ▶ ОАО «Кумертаусское авиационное производственное предприятие»;
- ▶ ОАО «Ростовский вертолетный завод»;
- ▶ ОАО «Ильюшин Финанс Ко» (г. Воронеж).

2. Из **дальнего зарубежья** – 22.0% от общей суммы поступлений. Денежные средства получены за поставку, ремонт авиадвигателей различных модификаций, а также за поставку запасных частей к ним. Наиболее крупными потребителями продукции в 2010 г. были:

- ▶ Китай;
- ▶ Индия;
- ▶ Объединенные Арабские Эмираты;
- ▶ Алжир.

3. Из **Украины** – 7.4% от общей суммы поступлений. На внутренний рынок предприятие поставляло авиадвигатели Д-36 с.3А, АИ-20, Д-436-148, АИ-450-МС, газотурбинные приводы семейства Д-336, а также выполняло ремонт авиадвигателей различных модификаций и техники наземного применения.

Наиболее крупными украинскими потребителями в 2010 г. были: ГП «Антонов» (г. Киев); и Харьковское государственное авиационное промышленное предприятие (ХГАПП; г. Харьков).

4. Из **стран СНГ, кроме России и Украины** – 1.9% от общей суммы поступлений. Для ближнего зарубежья предприятие ремонтировало авиадвигатели и оказывало услуги по продлению ресурсов, а также выполняло поставку и ремонт техники наземного применения.

Наиболее крупными потребителями продукции в 2010 г. были Беларусь и Казахстан.

На основании заключенных контрактов, компания планирует рост продаж в 2011 г. Уже в январе 2011 г. заключенные твердые контракты покрывали 85% прогнозного портфеля заказов на год. В 2011 г. приоритетными партнерами и крупнейшими заказчиками по-прежнему остаются российские авиационные заводы:

- ▶ Казанский вертолетный завод – на поставку двигателей ТВЗ-117ВМ, ВК-2500 и АИ-9В;
- ▶ Улан-Удэнский авиационный завод – на поставку двигателей ТВЗ-117ВМ и АИ-9В;
- ▶ Кумертаусский авиазавод – на поставку двигателей ТВЗ-117ВМА и АИ-9.
- ▶ Подписан крупный контракт с ВАСО (г. Воронеж) на поставку Д-436-148 и АИ-450-МС для самолетов Ан-148.

В стадии согласования находятся контракты на поставку электростанций ПАЭС-2500, ЭГ6000 и ЭГ7000 в Россию.

Кроме сотрудничества с Российской Федерацией, большое внимание уделяется сохранению и расширению рынков сбыта в дальнем зарубежье, где эксплуатируется авиатехника советской и российской постройки. В 2011 г. предприятие планирует сохранить достигнутые объемы сотрудничества с постоянными зарубежными партнерами.

С **Индией** продолжается выполнение контракта на поставку двигателей АИ-20Д, рассчитанного на три года, с **Китаем** – на поставку двигателей АИ-25ТЛК. Планируется подписание с Китаем долгосрочного контракта на поставку нового современного двигателя АИ-222К-25. Продолжается сотрудничество с **Алжиром**. В 2010 г. отгружено нестандартное оборудование, ремонтно-монтажный инструмент, испытательный стенд и контрольные образцы для организации линии по ремонту двигателей типа ТВЗ-117. В 2011 г. планируется завершить монтаж и испытания стендов и оборудования, а в 2012 г. – осуществить запуск линии под наблюдением специалистов предприятия. Подписанные с Министерством обороны Алжира контракты на ремонт двигателей АИ-25ТЛ и ТВЗ-117 различных модификаций, а также АИ-9В будут исполняться в течение трех лет. Перспективными рынками для «Мотор Сич» являются также страны Южной Азии и Латинской Америки, такие как Бангладеш, Шри-Ланка, Перу, Колумбия и другие, где эксплуатируются самолеты и вертолеты с двигателями производства ОАО «Мотор Сич».

Перспективные рынки: страны Южной Азии и Латинской Америки, такие как Бангладеш, Шри-Ланка, Перу и Колумбия.

Хорошие перспективы ожидаются в 2011 г. для реализации авиационных двигателей на внутреннем рынке. Компания продолжает выполнять контракт с ХГАПП на поставку двигателей Д-36 серии 3А и контракт с ГП «Антонов» на поставку двигателей АИ-20Д серии 5. На стадии согласования большой контракт на поставку Д-436-148 и АИ-450МС с ГП «Антонов» в рамках совместного с Россией проекта по производству самолетов Ан-148 и Ан-158.

Также планируется подписание контракта с ХГАПП на поставку двигателей Д-36, ТВЗ-117ВМА-СБМ1 и АИ9-3Б.

Состояние подготовки производства новых видов изделий. Разработаны бизнес-планы инвестиционных проектов:

- ▶ «Модернизация силовой установки самолета **Ан-26** путем замены устаревших двигателей на двигатели ТВЗ-117ВМА-СБМ1»;
- ▶ «Модернизация силовой установки вертолета **Ми-8Т** путем замены устаревших двигателей на двигатели ТВЗ-117ВМА-СБМ1В серии 4Е»;
- ▶ «Разработка, подготовка производства и изготовление двигателей АИ-450М для модернизации силовой установки вертолета **Ми-2**»;
- ▶ «Освоение и подготовка серийного производства турбореактивного двухконтурного двигателя (ТРДД) АИ-28 для перспективных модификаций самолетов».

Основными каналами сбыта являются прямые контракты с авиапредприятиями и эксплуатирующими организациями на поставку продукции и предоставление услуг по получению необходимых государственных разрешений. На предприятии функционирует систему внутрифирменного экспортного контроля, что позволяет работать по генеральным разрешениям, что, в свою очередь, существенно упрощает и ускоряет осуществление экспортных поставок.

Основной канал сбыта - прямые контракты с авиапредприятиями и эксплуатирующими организациями

Компания нацелена на создание разветвленной сети региональных представительств в различных регионах мира: России, Юго-Восточной Азии, Китае, Индии, на Ближнем и Среднем Востоке, в Африке и Латинской Америке. Благодаря региональным представительствам ОАО «Мотор Сич» принимает участие во всех тендерах на поставку продукции и услуг профиля предприятия, которые проводятся государственными организациями разных стран мира, таких как Китай, Индия, Таиланд, Бангладеш, Шри-Ланка, Алжир, страны Персидского залива, Болгария, Венгрия, Туркменистан, Россия и др.

Важным составляющим сбытовой стратегии компании является **создание широкой сети центров сервисного обслуживания (ЦСО)** по всему миру для повышения качества и оперативности обслуживания потребителей продукции предприятия.

В последнее время все более востребован такой канал дистрибуции как **продажа лицензий и подписание лицензионных соглашений**, в рамках которых реализуются десятки контрактов: на поставку технической документации, нестандартного и специального оборудования, инструментов и приспособлений, макетов двигателей, технологического оборудования испытательных стендов, обучение персонала и проч. Стоимость подобных соглашений исчисляется десятками миллионов долларов США.

Компания активно осваивает новый для себя канал дистрибуции - продажу лицензий

Основными партнерами в России, ключевом для компании рынке, на который приходится почти 70% продаж, являются авиапредприятия в Улан-Удэ, Казани, Кумертау, Ростове-на-Дону, Санкт-Петербурге, Самаре и Воронеже. Клиентами «Мотор Сич» являются такие авиакомпании, как «UTair», «Волга-Днепр», «Авиалинии Кубани», «Поле» и др.

«Мотор Сич» также является единственным в мире производителем запасных частей к авиадвигателям из номенклатуры предприятия, которые поставляются ремонтным заводам в Арамиле, Ростове-на-Дону, Старой Руссе, Хабаровске, Омске, Ейске и Калининграде, а также ОАО «Климов» в Санкт-Петербурге.

ОАО «Мотор Сич» намерена принимать участие только в самых важных и престижных международных выставках. Например, в 2011 г. компания принимает участие в Aero India 2011 (Индия), Dubai Air Show 2011 (ОАЭ), Paris Air Show 2011 (Франция), Aviation Expo China 2011 (Китай), МАКС-2011 (Россия), Hellirussion 2011 (Россия).

«Мотор Сич» - постоянный экспонент международных выставок

Финансовые результаты

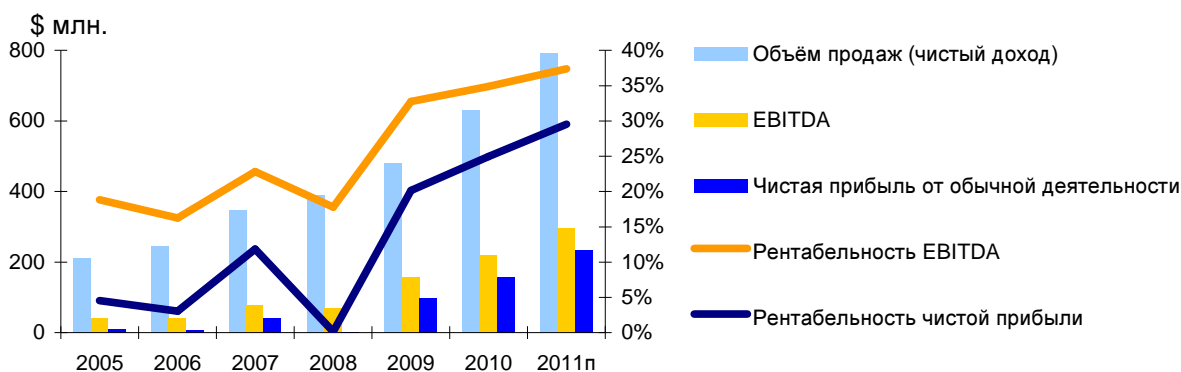
Компания «Мотор Сич» в первом полугодии 2011 г. увеличила чистую прибыль по сравнению с аналогичным периодом 2010 г. на 67% до 708 млн. грн., показатель EBITDA – на 52% до 896 млн. грн. Чистый доход предприятия за этот же период увеличился на 21% раза до 2.4 млрд. грн.

В 2006-2010 гг. «Мотор Сич» увеличивала продажи в среднем на 41% ежегодно, что позволило компании увеличить рентабельность операционную рентабельность с 8.8% до 31.85% в 2010 г. (за счет «эффекта масштаба») В первом полугодии 2011 г. показатели рентабельности бьют рекорды: валовая маржа составила 50.9%, рентабельность по EBITDA достигла 37.4%, а чистая маржа – почти 30%. Напомним, что во 2 полугодии 2010 г. маржа по EBITDA достигла 34.7%, а чистая маржа превысила 22%.

По прогнозам руководителя компании Вячеслава Богуслаева, в 2011 г. валовая выручка «Мотор Сич» превысит \$1 млрд., что соответствует чистым продажам на уровне \$980 млн. На наш взгляд, этот прогноз является все же чрезмерно оптимистичным. Мы считаем, что продажи компании в текущем году составят порядка \$800 млн.

Как и прежде, львиную долю продаж составляют серийные авиадвигатели (62.3% в 1п2011 г.), ремонтные авиадвигатели (16%) и ремонтно-сервисные услуги (13.4%). Доля экспорта в продажах компании достигла 93%.

«Мотор Сич»: некоторые показатели прибыли (\$ млн.; левая шкала) и рентабельности (%; правая шкала)



Источники: данные компании, расчеты UFC Capital.

Падение прибыльности в 2008 г. является следствием глобального финансового кризиса резким сокращением заказов либо замораживанием платежей. Тем не менее, специфика отрасли обеспечивает получение заказов даже неблагоприятные периоды для мировой экономики (в частности, жесткая регламентация технического обслуживания и ремонтов авиатехники, в т.ч. авиадвигателей). Кроме того, «Мотор Сич» удалось наладить работу на ключевых рынках Азии (в первую очередь, Китая и Индии) и странах Ближнего Востока, испытывающие потребность в авиатехнике и имеющими в своем распоряжении огромные объемы денежных средств, которые позволяют финансировать эти программы.

Осторожная заемная политика позволила компании завершить с прибылью даже кризисные годы: доля процентного долга к общему объему активов снизилась с пиковых 21.6% по итогам 2008 г. до 8.9% в 2010 г. В 1п2011 г. показатель продолжил падать и по состоянию на 30 июня 2011 г. достиг всего 7.5%.

В 1п2011 г. чистая прибыль «Мотор Сич» составила \$89 млн., рентабельность почти достигла 30%

Оценка справедливой стоимости

Для получения интегрированной оценки мы воспользовались сравнительным методом оценки и методом дисконтирования денежных потоков (DCF). Целевые значения, полученные каждым из названных методов, имеют равный вес в итоговой оценке справедливой стоимости компании.

I. Сравнительная оценка по зарубежным аналогам

В оценке мы использовали прогнозные финансовые показатели на 2011 г., где это возможно, и фактические показатели за 2010 г. для других компаний. В качестве базы для сравнительной оценки мы использовали финансовую отчетность мировых производителей авиатехники, в продажах которых существенную долю занимают авиадвигатели.

«Мотор Сич» и компании-аналоги: фундаментальные показатели, \$ млн.

Компания	Страна	Капитализация	EV	2011 O		
				Продажи	ЕБИТДА	Чистая прибыль
Rolls-Royce Group	Великобритания	19 166.9	16 592.0	18 063.9	2 481.6	2 809.2
Meggitt	Великобритания	4 830.5	6 219.2	2 067.3	653.9	288.6
Bombardier	Канада	10 166.1	12 003.6	18 780.6	1 583.1	852.7
Magellan Aerospace	Канада	81.9	309.6	751.2	94.5	30.6
Vector Aerospace	Канада	620.7	631.4	563.5	66.4	31.8
SAFRAN SA	Франция	16 517.5	16 752.4	16 109.4	2 185.9	2 942.3
Zodiac Aerospace	Франция	4 580.2	5 721.8	3 572.5	585.3	313.4
MTU Aero Engines	Германия	3 500.9	3 506.2	3 874.9	602.9	227.6
Finmeccanica	Италия	4 174.0	11 608.5	26 461.8	2 830.5	588.7
Kawasaki Heavy Industries	Япония	5 804.2	10 717.1	15 140.6	1 169.3	326.8
Aercap Holdings	Нидерланды	1 758.0	8 265.1	1 832.0	952.0	245.3
Irkut	Россия	367.3	394.0	943.3	206.1	85.5
Ufa Motors	Россия	193.4	725.3	850.0	97.8	83.8
RSC Energia	Россия	337.1	310.4	838.1	46.7	30.8
Kazan Helicopters	Россия	531.0	695.7	811.2	245.5	170.8
Ulan-Ude Aviation	Россия	527.9	296.3	687.9	161.2	124.8
Rostvertol	Россия	172.5	354.8	642.8	104.2	28.9
SAAB AB-B	Швеция	2 258.7	1 818.6	3 846.6	386.7	140.6
Textron	США	5 729.7	10 120.7	10 813.0	1 054.0	131.0
Triumph Group	США	2 553.4	3 755.5	3 344.1	405.4	188.7
Woodward	США	2 235.0	2 631.1	1 634.4	279.8	123.2
Всего (компании-аналоги)		86 106.7	113 429.3	131 629.3	16 193.1	9 765.2
Мотор Сич	Украина	863.2	889.5	630.4	219.9	157.3

Источники: Bloomberg, данные компаний, расчеты UFC Capital.

Оценка построена на сравнении мультипликаторов P/E, EV/ЕБИТДА и EV/S, которым присвоен одинаковый вес.

«Мотор Сич» и глобальные компании: сравнительные показатели

Компания	Страна	2011 О		
		P/E	EV/EBITDA	EV/S
Rolls-Royce Group	Великобритания	6.82	6.69	0.92
Meggitt	Великобритания	16.74	9.51	3.01
Bombardier	Канада	11.92	7.58	0.64
Magellan Aerospace	Канада	2.68	3.27	0.41
Vector Aerospace	Канада	19.50	9.51	1.12
SAFRAN SA	Франция	5.61	7.66	1.04
Zodiac Aerospace	Франция	14.61	9.78	1.60
MTU Aero Engines	Германия	15.38	5.82	0.90
Finmeccanica	Италия	7.09	4.10	0.44
Kawasaki Heavy Industries	Япония	17.76	9.17	0.71
Aercap Holdings	Нидерланды	7.17	8.68	4.51
Irkut	Россия	4.29	1.91	0.42
Ufa Motors	Россия	2.31	7.41	0.85
RSC Energia	Россия	10.94	6.64	0.37
Kazan Helicopters	Россия	3.11	2.83	0.86
Ulan-Ude Aviation	Россия	4.23	1.84	0.43
Rostvertol	Россия	5.97	3.40	0.55
SAAB AB-B	Швеция	16.06	4.70	0.47
Textron	США	43.74	9.60	0.94
Triumph Group	США	13.53	9.26	1.12
Woodward	США	18.14	9.40	1.61
В среднем (компании-аналоги)		8.82	7.00	0.86
Мотор Сич	Украина	5.49	4.05	1.41

Источники: Bloomberg, данные компаний, расчеты UFC Capital.

Средние показатели для отрасли рассчитаны на основании агрегированных показателей чистой прибыли, продаж и EBITDA по компаниям-аналогам.

Расчет справедливой стоимости (по глобальным аналогам)

База сравнения	Ценовой ориентир по мультипликатору, \$	Вес показателя	Потенциал роста
P/E 2011 (Оценка)	819	1/3	110%
EV/EBITDA 2011 (Оценка)	852	1/3	119%
EV/S 2011 (Оценка)	264	1/3	-32%
Общая оценка	645	1	66%

Источник: расчеты UFC Capital.

По сравнению с глобальными аналогами акции «Мотор Сич» имеют двукратный потенциал роста по мультипликаторам P/E и EV/EBITDA, но на треть переоценены по мультипликатору продаж. Как следствие, сравнительная оценка, в которой три указанных мультипликатора имеют одинаковый вес, составила \$645, что предполагает 66%-ный потенциал роста.

II. Оценка методом дисконтирования денежных потоков (DCF)

Наша DCF-модель построена с учетом изменений в законодательстве. Напомним, что с 2011 г. до 2020 г. для отрасли, в которой работает компания, установлена нулевая ставка налога на прибыль. Кроме того, до конца 2015 г. ряд операций компании будет освобожден от уплаты НДС. Поэтому DCF-модель состоит из трех периодов: (I) 2011-2015 гг., (II) 2016-2020 гг. и (III) пост-прогнозный, начиная с 2021 г.

Прогнозы операционной прибыли построены исходя из следующих предпосылок.

Основные допущения модели

Показатель	2011-2015 гг.	2016-2020 гг.	2021 г. и далее
Среднегодовой темп прироста продаж	14.4%	8.0%	3.0%
Операционная рентабельность	35%	30-10%, снижение на 5 п.п. ежегодно	9.7%
Эффективная ставка налога на прибыль	12.5% в 2011 г.; 1.7% в 2012 г.; 1.5% в 2013 г.; 1.3% в 2014-2015 гг.	1.3%	16.0%

Источник: расчеты UFC Capital.

Мы предполагаем, что обменный курс гривны к доллару США вырастет до 9 грн./\$ к 2015 г., что соответствует среднегодовой девальвации украинской валюты 2.4% в год. Также в модели мы принимаем, что после 2016 г. курс не меняется.

Мы также предполагаем, что в обозримом будущем доля авиатехники и сопутствующих услуг будет превышать 90% в выручке компании. Маловероятно, что в ближайшие годы доля экспорта в продажах компании ощутимо уменьшится.

В основе наших оценок объемов продаж на следующие пять лет лежат прогнозы относительно развития ключевого для «Мотор Сич» сегмента рынка – вертолетных двигателей. На наш взгляд, компания сможет реализовать свои конкурентные преимущества и трансформировать их в новые продажи.

Расчет взвешенной стоимости капитала (WACC)

	2011 О	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П	2018 П	2019 П	2020 П	2021 П и далее
Стоимость акционерного капитала	15.0%	16.7%	17.4%	17.6%	17.8%	18.0%	18.2%	18.4%	18.6%	18.8%	17.8%
<i>Безрисковая ставка</i>	7.8%	9.5%	10.2%	10.4%	10.6%	10.8%	11.0%	11.2%	11.4%	11.6%	11.6%
<i>Премия за риск акций как актива</i>	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
<i>Премия за риск компании</i>	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
Стоимость долга после налогов	10.9%	12.1%	12.0%	11.9%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	10.1%
Стоимость долга до налогов	12.4%	12.3%	12.2%	12.1%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
Налоговая ставка	12.5%	1.7%	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	16.0%
Целевая доля заемных средств в структуре капитала компании	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
WACC	13.3%	14.9%	15.2%	15.3%	15.4%	15.5%	15.7%	15.8%	15.9%	16.0%	14.7%

Источник: расчеты UFC Capital.

Премия за риск компании рассчитана путем взвешивания экспертной оценки относительного положения компании среди украинских предприятий по ряду параметров (росту выручки, финансовому и операционному риску, рентабельности и зависимости от покупателей). По нашей оценке, премия за риск компании составляет 2.2% и в значительной мере обусловлена высокой зависимостью от небольшого числа ключевых потребителей авиадвигателей.

Расчет справедливой стоимости акции методом DCF, \$ млн.

	2011 О	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П	2018 П	2019 П	2020 П
Операционная прибыль	262.0	301.6	326.2	352.8	381.5	359.7	326.7	282.3	226.5	160.1
- Выплаты налога на прибыль	32.7	5.1	5.0	4.5	4.9	4.6	4.2	3.6	2.9	2.0
+ Амортизация	28.4	34.5	37.3	40.3	43.6	45.6	47.1	48.0	48.3	48.0
- Инвестиции в рабочий капитал	51.8	58.9	38.0	40.9	48.6	45.8	45.3	43.9	41.5	38.1
- Капитальные инвестиции	30.8	35.1	22.6	24.3	28.9	27.3	27.0	26.1	24.7	22.7
Свободный денежный поток фирмы	175.1	237.0	297.9	323.3	342.7	327.6	297.3	256.6	205.8	145.4
Взвешенная стоимость капитала (WACC)	13.3%	14.9%	15.2%	15.3%	15.4%	15.5%	15.7%	15.8%	15.9%	16.0%
Множитель дисконтирования	0.88	0.77	0.67	0.58	0.50	0.43	0.37	0.32	0.28	0.24
Дисконтированный свободный денежный поток	154.5	182.1	198.5	186.9	171.6	142.0	111.4	83.1	57.5	35.0

Показатель	Значение
Рост в пост-прогнозный период, %	3.0%
WACC в пост-прогнозный период, %	14.7%
Сумма дисконтированных чистых денежных потоков, \$ млн.	1 322.4
Остаточная стоимость (Terminal value), \$ млн.	243.5
Фундаментальная стоимость компании (Enterprise Value), \$ млн.	1 565.9
Доля остаточной стоимости в оценке, %	15.5%
Чистый долг, \$ млн.	40.3
Справедливая капитализация компании, \$ млн.	1 525.6
Количество акций	2 077 990
Фундаментальная стоимость акции, \$	773
Цена на дату отчета, \$	389
Потенциал роста, %	99

Источник: расчеты UFC Capital.

Построив модель дисконтированных денежных потоков «Мотор Сич», мы пришли к выводу, что справедливая стоимость одной акции компании составляет **\$773, что предполагает двукратный потенциал роста.**

Отметим, что терминальный мультипликатор EV/S нашей модели (на конец 2020 г.) составляет 0.99, а мультипликатор EV/EBITDA (2020 П) равен 7.52.

Итоговая справедливая стоимость акции рассчитана как простое среднее арифметическое результатов, полученных путем сравнительного анализа и дисконтирования денежных потоков.

Расчет итоговой справедливой стоимости

Метод	Справедливая стоимость, \$	Вес показателя	Потенциал роста, %
Сравнение с иностранными аналогами	645	1/2	66
Дисконтирование денежных потоков (DCF)	773	1/2	99
ИТОГОВАЯ ОЦЕНКА	709	1	82

Источник: расчеты UFC Capital.

Таким образом, по нашему мнению справедливая стоимость акций «Мотор Сич» находится на уровне **\$709**, что на **82%** выше текущей цены акций компании. Мы рекомендуем **ПОКУПАТЬ** акции данного эмитента.

Финансовая отчетность

Баланс, \$ млн.

	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	30.06.2011
Денежные средства и их эквиваленты	6.4	23.5	55.7	26.3
Текущие финансовые инвестиции	14.8	13.2	8.7	10.1
Товарная дебиторская задолженность	25.3	17.6	40.8	41.0
Другая дебиторская задолженность	46.8	88.6	132.6	142.9
Запасы	197.7	198.9	281.8	380.5
Другие оборотные активы	7.5	11.2	15.1	17.4
Всего оборотные активы	298.5	353.0	534.7	618.2
Основные средства	109.8	115.5	150.4	171.6
Другие внеоборотные активы	51.3	59.9	87.8	102.0
Всего внеоборотные активы	161.1	175.4	238.2	273.6
Всего активы	459.6	528.4	772.9	891.8
Краткосрочные кредиты	76.5	67.6	50.4	48.9
Текущая задолженность по долгосрочным обязательствам	0.0	0.0	4.6	5.0
Товарная кредиторская задолженность	33.2	12.0	8.3	14.6
Другие текущие обязательства	99.3	99.7	198.9	228.0
Всего краткосрочные обязательства	209.0	179.3	262.2	296.5
Долгосрочные кредиты банков	6.3	12.1	13.0	12.3
Другие долгосрочные финансовые обязательства	2.6	2.4	0.8	0.3
Другие долгосрочные обязательства	7.4	15.1	19.6	19.6
Всего долгосрочные обязательства	16.3	29.6	33.4	32.2
Уставный капитал	36.4	35.2	35.2	35.2
Нераспределённая прибыль	81.8	171.9	329.8	415.6
Другой собственный капитал	116.1	112.4	112.2	112.2
Всего собственный капитал	234.3	319.5	477.2	563.0
Всего собственный капитал и обязательства	459.6	528.4	772.9	891.8

Отчет о финансовых результатах, \$ млн.

	2009	2010	1П2011	1.07.2010-30.06.2011
Объём продаж (чистый доход)	480.5	630.4	301.0	682.5
Себестоимость реализованной продукции	274.2	336.1	147.8	343.4
Валовая прибыль (убыток)	206.3	294.3	153.3	339.1
Другие операционные доходы	317.9	399.0	237.7	462.2
Административные и другие операционные расходы	366.9	473.4	278.4	542.7
ЕБИТДА	157.3	219.9	112.6	258.6
Амортизация	15.2	19.7	11.4	22.7
Прибыль (убыток) от операционной деятельности	142.1	200.2	101.2	235.9
Другие доходы	10.9	9.9	3.5	8.6
Финансовые расходы	10.7	9.5	3.0	7.1
Другие расходы	12.8	7.4	2.7	9.0
Результат от обычной деятельности до налогообложения	129.4	193.3	99.0	228.4
Налог на прибыль от обычной деятельности	32.6	36.0	10.1	35.5
Чистая прибыль (убыток) от обычной деятельности	96.8	157.3	88.9	192.9

Показатели рентабельности

	2009	2010	1П2011	1.07.2010-30.06.2011
Валовая рентабельность	35.5%	46.7%	50.9%	49.7%
Рентабельность по ЕБИТДА	17.8%	34.9%	37.4%	37.9%
Операционная рентабельность	12.6%	31.8%	33.6%	34.6%
Рентабельность по чистой прибыли	0.1%	25.0%	29.5%	28.3%

Источники: данные компании, расчеты UFC Capital.

ООО «Украинский фондовый центр»
01034, Украина, г. Киев, ул. Владимирская 47, офис 1
тел.: +380 (44) 391-37-78 факс: +380 (44) 391-37-79
<http://www.ufc-capital.com>

Михаил Дорфман
Управляющий партнер
dorfman@ufc-capital.com

Владимир Ланда
Начальник аналитического отдела
landa@ufc-capital.com

Владимир Оваденко
Старший аналитик
ovadenko@ufc-capital.com

Феликс Фурман
Младший аналитик
furman@ufc-capital.com

© 2011 ООО «Украинский фондовый центр». Все права защищены.
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 надежных источников.
Принимая во внимание вышесказанное, не следует полагаться исключительно на содержание данного документа в ущерб проведению независимого анализа. Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация этого документа в любых целях запрещены.
