

ВСМПО-АВИСМА – за граница нам поможет?!



Тимур Хайруллин, CFA
 Заместитель начальника
 Аналитического отдела
 +7 (495) 2874407
 T.Khairullin@grandiscapital.ru

Рынок авиаперевозок восстанавливается, парк самолетов будет расти. В 2009 году совокупный убыток авиакомпаний составил около \$10 млрд., а в этом году компании только за второй квартал получили прибыль в \$3.9 млрд. По прогнозам Boeing, мировой парк самолетов в ближайшие 10 лет будет увеличен более чем в два раза.

Спрос на титан будет расти за счет начала производства титаноемких самолетов нового поколения (B787, A380 и A350). Поэтому рынок титановой продукции, основным потребителем которой является авиакосмическая отрасль - весьма перспективен. Так, с 2000 по 2008 годы спрос вырос более чем в два раза, а к 2016 году, несмотря на кризис, потребление может возрасти еще на 40%.

У ВСМПО-АВИСМА хорошие позиции на рынке титана. Достоинствами компании являются долгосрочные контракты с крупнейшими авиапроизводителями и перспективы роста производства. В 2010 году планируется произвести 22 тыс. тонн, что на 10% выше прошлого года. Инвестпрограмма ВСМПО-АВИСМА позволит увеличить выпуск титановой продукции до 46 тыс. тонн к 2016 году.

Boeing закупит у ВСМПО-АВИСМА титановой продукции на \$18 млрд. В конце сентября Boeing и Ростехнологии подписали соглашение на поставку 50 самолетов B737 Next Generation, предусмотрен также опцион еще на 35 лайнеров. Американский авиапроизводитель собирается потратить на развитие бизнеса в России в течение 30 лет \$27 млрд., из которых \$18 млрд. уйдут на покупку продукции ВСМПО-АВИСМА.

В перспективе цены на титан могут возрасти до уровней около \$65-70 тыс. за тонну. Улучшение ценовых условий реализации способно привести к росту рентабельности по EBITDA компании до докризисных уровней 28-30%. Рисками для бизнеса компании является возможный рост издержек, а также конкуренция со стороны китайских производителей.

Мультипликаторы ВСМПО-АВИСМА на 45% ниже, чем у аналогов. Поэтому можно ожидать повышения котировок акций российской компании на фоне перспектив роста финансовых показателей и фундаментальной недооценки.

Мы присваиваем акциям ВСМПО-АВИСМА рекомендацию «ПОКУПАТЬ» с целевой ценой \$128 (потенциал роста – около 35%).



Авиаперевозчики – из убытков к прибыли

Мировой рынок авиаперевозок восстанавливается. Так, если в 2009 году он составил 49 млрд. долл. (2008 год – 64 млрд. долл.), то в текущем году он может составить 61 млрд. долл. Международная ассоциация воздушного транспорта (IATA) прогнозирует рост спроса на авиаперевозки в этом году на уровне 11%. Данный прогноз не выглядит завышенным: в США в июле рост пассажиропотока составил 20%. Соответственно, финансовое положение авиаперевозчиков также улучшается – по оценке IATA в 2009 году совокупный убыток авиакомпаний составил около 10 млрд. долл., а в этом году компании только за второй квартал получили прибыль в 3.9 млрд. долл.

Финансовое положение авиаперевозчиков существенно улучшается.

В России за счет бюджетных средств также планируется активизировать развитие авиационного транспорта, что должно привести к росту спроса на самолеты. Объем бюджетных ассигнований на господдержку воздушного транспорта только в 2010 году превысит 350 млн. долл. Помимо этого возрастут объемы отгрузки титана для самолетов SuperJet-100 и MC-21 для замены устаревших импортных самолетов.

Рынок титана восстанавливается

Рынок титановой продукции, основным потребителем которой является авиакосмическая отрасль – весьма перспективен. Так, с 2000 по 2008 годы спрос вырос более чем в два раза (с 51 тыс. тонн до 114 тыс. тонн), а к 2016 году, несмотря на кризис, потребление может возрасти до 160 тыс. тонн. После достижения дна в прошлом году, титановая промышленность может начать расти на отложенном спросе.

Рост закупок со стороны производителей самолетов обеспечит восстановление на рынке титана

По прогнозам Boeing, мировой парк самолетов в ближайшие 10 лет будет увеличен более чем в два раза, что предполагает закупки около 35 тыс. самолетов. В ближайшие годы возможен рост спроса на прокат за счет начала производства титаноемких самолетов нового поколения (B787, A380 и A350). Перевозчики заинтересованы в обновлении парка из-за более высокой эффективности новых самолетов.

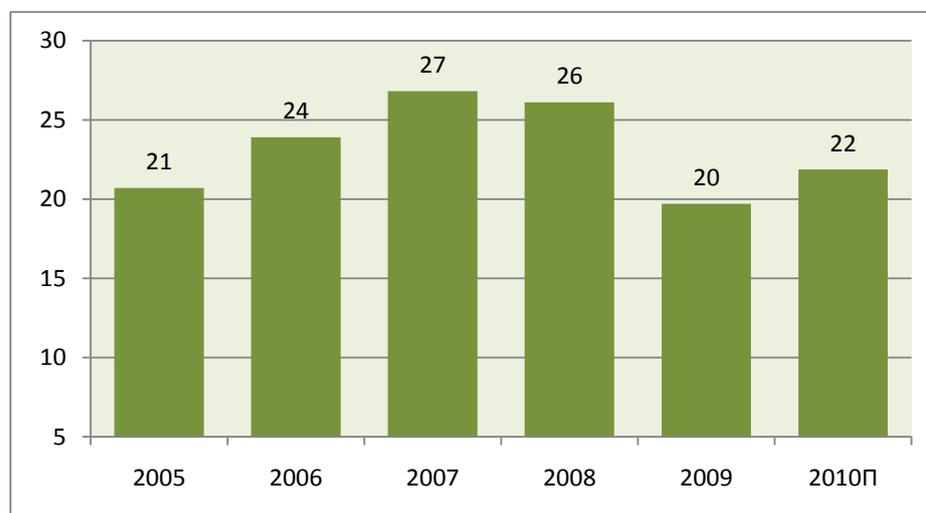
Спрос на титан со стороны энергетики также будет увеличиваться за счет интенсивного строительства промпредприятий и электростанций в Китае и Индии. Более того, к 2020 планируется

увеличить число блоков для АЭС почти на 30%, что также будет способствовать росту объемов реализации ВСППО-АВИСМА.

ВСППО-АВИСМА – крупный и эффективный игрок на рынке титана

У ВСППО-АВИСМА прочные позиции на рынке титана (доля около 25%), который имеет олигополистическую структуру. Достоинствами компании являются долгосрочные контракты с крупнейшими авиапроизводителями и перспективы роста производства высокорентабельной продукции. Помимо этого компания имеет полный цикл производства титана, начиная от сырья до готовой продукции высоких переделов.

Производство титана ВСППО-АВИСМА, тыс. тонн.



ВСППО – крупный игрок на рынке титана, имеющий ряд достоинств

Данные компании, расчеты Грандис Капитал

Около 65% выручки ВСППО-АВИСМА приходится на продукцию, предназначенную для использования в аэрокосмической промышленности. При этом около 70-80% продукции ВСППО-АВИСМА реализует в рамках долгосрочных контрактов.

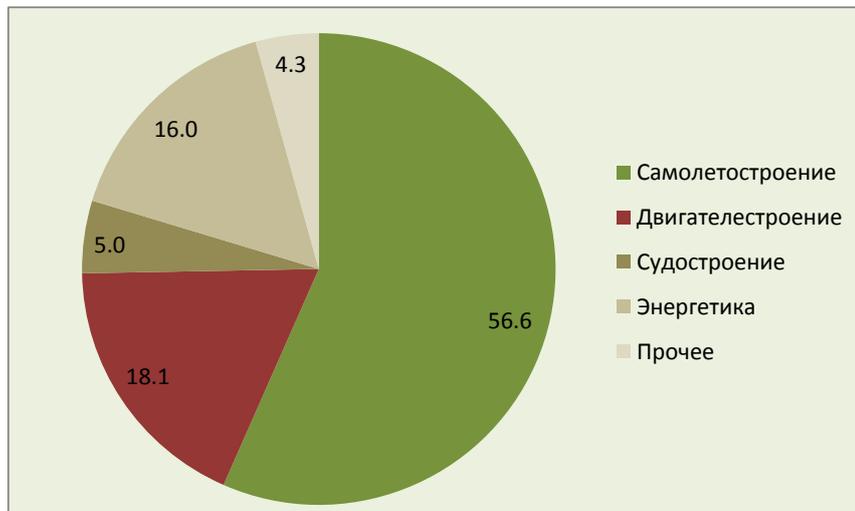
Основные импортеры – Boeing (35% от выручки ВСППО-АВИСМА), Airbus (10%), Uniti (7%) и Goodrich (3%), с которыми заключены контракты на 5-12 лет. Основными потребителями продукции ВСППО-АВИСМА на внутреннем рынке являются УФМО, Иркут, Пермские моторы, Авиастар, ВАСО и пр.

Основные доходы - в основном от экспорта по долгосрочным контрактам

Недостатком компании является непрозрачность, а также слабое взаимодействие менеджмента с инвесторами. Отчетность компании по международным стандартам публикуется со

значительным лагом (более года), а дивидендная доходность – минимальна.

Структура реализации продукции ВСМПО-АВИСМА.



Boeing закупит у ВСМПО - АВИСМА титановой продукции на \$18 млрд.

Данные компании, расчеты Грандис Капитал

Партнерство ВСМПО-АВИСМА с Boeing приносит компании дополнительные выгоды. В конце сентября Boeing и Ростехнологии подписали соглашение на поставку 50 самолетов B737 Next Generation, предусмотрен также опцион еще на 35 лайнеров. Американский авиапроизводитель собирается потратить на развитие бизнеса в России в течение 30 лет \$27 млрд., из которых \$18 млрд. уйдут на покупку продукции ВСМПО-АВИСМА.

В 2010 году ВСМПО-АВИСМА планирует произвести 22 тыс. тонн титана, что на 10% выше прошлого года. Но выручка может снизиться за счет сокращения поставок продукции для авиакосмической продукции и увеличения доли менее рентабельного промышленного титана. В то же время инвестпрограмма ВСМПО-АВИСМА позволит нарастить производственные мощности и к 2015-2017 гг. увеличить выпуск титановой продукции до 46 тыс. тонн.

Компания планирует в два раза увеличить выпуск титановой продукции за шесть лет.

2009 год был наихудшим для ВСМПО-АВИСМА

В 2009 году поставки титана ВСМПО-АВИСМА на внутренний рынок и СНГ сократились на 5.7%, на экспорт – на 21%. Кризис также привел к падению цен титана на спотовом рынке. Смягчить негативное влияние ухудшения конъюнктуры на ВСМПО-АВИСМА позволило наличие долгосрочных контрактов с крупнейшими потребителями продукции.

В прошлом году ВСППО-АВИСМА достаточно успешно контролировала расходы – себестоимость реализации снизилась на 8.7%, а коммерческие и административные расходы – на 11.1%. Одной из причин снижения показателей чистой прибыли компании в 2009 году стало изменение сальдо прочих расходов и эффективная налоговая ставка по налогу на прибыль в 82%.

Средние цены закупки титана потребителями, тыс. долл./тонна.

Повышение цен на титан и объемов производства приведет к росту финпоказателей компании.



Данные компании, расчеты Грандис Капитал

Результаты первого полугодия 2010 года для компании были неутешительными. В первом полугодии 2010 года, несмотря на рост производства на 33.2%, выручка компании снизилась почти на 10%, что было связано со снижением цен продаж на 25%. Как следствие, из-за роста расходов, EBITDA и чистая прибыль компании снизились.

Финансовые показатели ВСППО-АВИСМА, млрд. руб.

Рентабельность бизнеса компании по EBITDA в перспективе может достичь уровня в 30%



Данные компании, расчеты Грандис Капитал

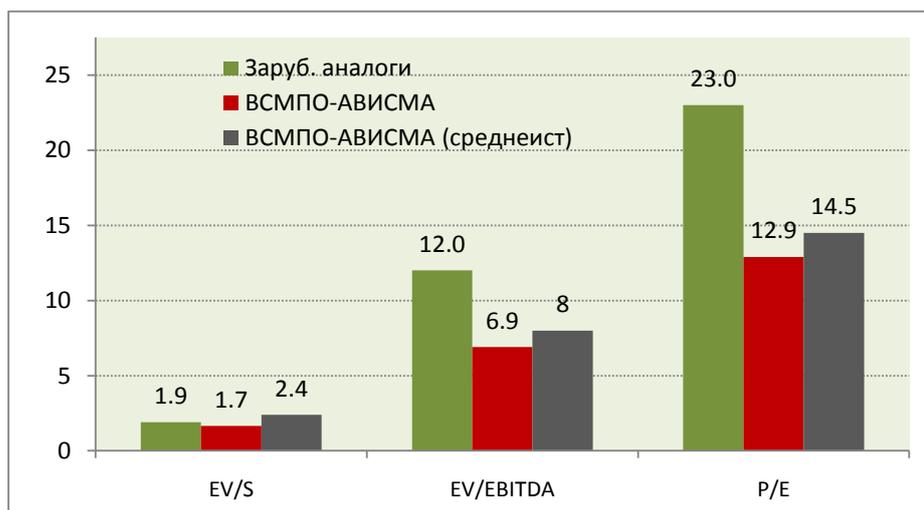
Мы ожидаем, что в перспективе цены на титан могут возрасти до уровней около 65-70 тыс. долл. за тонну. Улучшение ценовых условий реализации способно привести к росту рентабельности по EBITDA компании до докризисных уровней 28-30%. Рисками для бизнеса компании является возможный рост издержек, связанный с ростом цен на энергию и сырье. В структуре себестоимости основными статьями расходов являются сырье и материалы (45%), оплата труда (18%) топливо и энергия (14%).

Дисконт к аналогам (45%) – выше, чем обычно

Текущие мультипликаторы ВСППО-АВИСМА на 45% ниже, чем у аналогов. Однако из-за известных проблем компании, связанных с непрозрачностью и страновых рисков, акции ВСППО исторически торговались с дисконтом порядка 15-20% к зарубежным аналогам.

Мультипликаторы ВСППО-АВИСМА и аналогов, 2011 год.

Компания дешева и обладает перспективами роста, которые будут оценены рынком.



Данные компании, расчеты Грандис Капитал

С другой стороны, текущие мультипликаторы ВСППО-АВИСМА также на 10-15% ниже среднеисторических. Поэтому можно ожидать повышения котировок акций российской компании на фоне перспектив роста и фундаментальной недооценки.

Мы присваиваем рекомендацию «ПОКУПАТЬ» акциям ВСППО-АВИСМА с целевой ценой \$128, что предполагает потенциал роста 35%.

**ООО Инвестиционная компания «Грандис Капитал»**

105064, г. Москва, Путейский тупик, дом 6,
тел.: +7 (495) 287 44 07, факс: +7 (495) 287 44 07
www.grandiscapital.ru, info@grandiscapital.ru

Департамент финансовых рынков

Михаил Козаков
Директор Департамента
M.Kozakov@grandiscapital.ru

Отдел продаж

Антон Макаров
Заместитель директора департамента
Начальник отдела продаж
A.Makarov@grandiscapital.ru

Дмитрий Шацкий
Начальник отдела продаж
D.Shatskiy@grandiscapital.ru

Константин Лынов
Ведущий специалист отдела продаж
K.Lynov@grandiscapital.ru

Денис Вахрушев
Ведущий специалист отдела продаж
D.Vachrushev@grandiscapital.ru

Отдел портфельных инвестиций

Дмитрий Иванов
Начальник отдела портфельных инвестиций
D.Ivanov@grandiscapital.ru

Андрей Толстоусов
Управляющий активами отдела
портфельных инвестиций
A.Tolstousov@grandiscapital.ru

Аналитический отдел

Денис Барабанов
Начальник отдела
D.Barabanov@grandiscapital.ru

Тимур Хайруллин, CFA
Заместитель начальника отдела
T.Khairullin@grandiscapital.ru

Ирина Прокопьева
Аналитик
I.Prokopeva@grandiscapital.ru

Клиентский отдел

Екатерина Харченко
Начальник клиентского отдела
E.Kharchenko@grandiscapital.ru

Отдел биржевых операций

Максим Берсенов
Начальник отдела биржевых операций
M.Bersenev@grandiscapital.ru

Михаил Кан
Старший трейдер
m.kan@grandiscapital.ru

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности
Номер: 077-11120-010000 (без ограничения) Выдана: ФСФР РФ, Дата выдачи: 01.04.2008

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами
Номер: 077-11124-001000 (без ограничения) Выдана: ФСФР РФ, Дата выдачи: 01.04.2008

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности
Номер: 077-11116-100000 (без ограничения) Выдана: ФСФР РФ, Дата выдачи: 01.04.2008

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности
Номер: 077-11128-000100 (без ограничения) Выдана: ФСФР РФ, Дата выдачи: 01.04.2008

Лицензия биржевого посредника, совершающего товарные фьючерсные и опционные сделки в биржевой торговле
Номер: 1249 (без ограничения) Выдана: ФСФР РФ, Дата выдачи: 04.09.2008

© 2010 Грандис Капитал. Все права защищены.

Предупреждение о риске возникновения убытков. Вложения в акции и любые другие ценные бумаги могут привести к убыткам. Вложения в облигации и долговые инструменты могут привести к убыткам в результате снижения рыночной стоимости облигаций, а также к непредвиденным убыткам, которые могут возникнуть в случае полного или частичного дефолта эмитента (отказ предприятия от обслуживания своих долгов). В случае дефолта или банкротства эмитента убытки могут составить до 100% от вложенной суммы. Вложения в акции могут привести к убыткам в результате снижения рыночной стоимости акций. В результате банкротства эмитента, убытки могут составить до 100% от вложенных средств. Вложения в производные инструменты (фьючерсы или опционы) могут привести к убыткам. Убытки могут возникнуть в результате изменения рыночной цены актива, на который выпущены фьючерсы или опционы. Убытки могут составить до 100% от вложенной суммы (маржа).

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