

— Мы возвращаем идеи для успеха на финансовом рынке

Обзор компаний

Экономика

Превью



Кучеров Андрей
Аналитик
Металлургия
+7 (495) 2874407, доб. 216
a.kucherov@grandiscapital.ru



Акции VSMO в цифрах

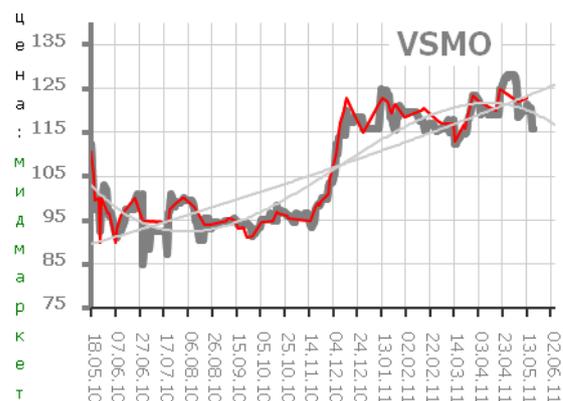
Текущая цена, АО долл. (PТС)	127
Капитализация (mid market), млн. долл.	1 459
EV, млн. долл.	2 073
Целевая цена, АО долл.	180
Потенциал роста, %	42



Динамика акций VSMO (PТС)

1 месяц, %	5%
6 месяцев, %	30%
1 год, %	26%
Максимальная цена, 52 нед., долл.	128
Минимальная цена, 52 нед., долл.	87
Акции в свободном обращении	30%

Динамика цены ВСМПО-АВИСМА (PТС) в 2010-2011 гг.



ВСМПО - АВИСМА: спрос на титан возвращается ПОКУПАТЬ

ВСМПО-АВИСМА занимает лидирующие позиции в секторе. Около 20% всего производимого титана в мире приходится на компанию. ВСМПО-АВИСМА является ключевым поставщиком титана для компаний Boeing и Airbus.

Спрос в авиаиндустрии смещается в сторону энергоэффективных самолетов. Тенденции последних лет показывают, что доля новых энергоэффективных самолетов (A380, в перспективе Boeing 787 и A350) в общем производстве возрастает, а это существенный позитив для ВСМПО-АВИСМА, поскольку компания является ключевым поставщиком титана для данных типов воздушных судов.

Спрос на титан возвращается. Ценовое дно на продукцию крупнейших производителей титана для авиапрома было пройдено в 1-3 кварталах 2010г. Сейчас наблюдается восходящий тренд. Также наблюдается рост заказов на новые самолеты у Boeing и Airbus. Это означает возвращение спроса на титан со стороны авиапрома – ключевого рынка для ВСМПО-АВИСМА.

Недавно созданная (ОЭЗ) «Титановая долина» даст существенный импульс к развитию ВСМПО-АВИСМА. Функционирование в ОЭЗ значительно ускорит темпы развития ВСМПО-АВИСМА в сегменте производства продукции с высокой добавленной стоимостью и усилит интеграцию с крупнейшими производителями самолетов и компонентов к ним.

Квартальная динамика воодушевляет. По результатам 1-го квартала текущего года EBITDA по РСБУ выросла в 2 раза г/г, выпуск титана увеличился на 22%, а отпускные цены поднялись на 12.5%.

В этом году ожидается существенный рост финансовых показателей. По нашим оценкам выручка в 2011г. вырастет на треть г/г до \$1.2 млрд., а EBITDA практически удвоится до \$299 млн. при рентабельности 24%. Также мы ожидаем рост чистой прибыли более чем в 7 раз.

Мы повышаем наш целевой ориентир по акциям ВСМПО-АВИСМА с \$128 до \$180 за акцию, что предполагает потенциал роста в 42% к текущим котировкам и рекомендацию «ПОКУПАТЬ».



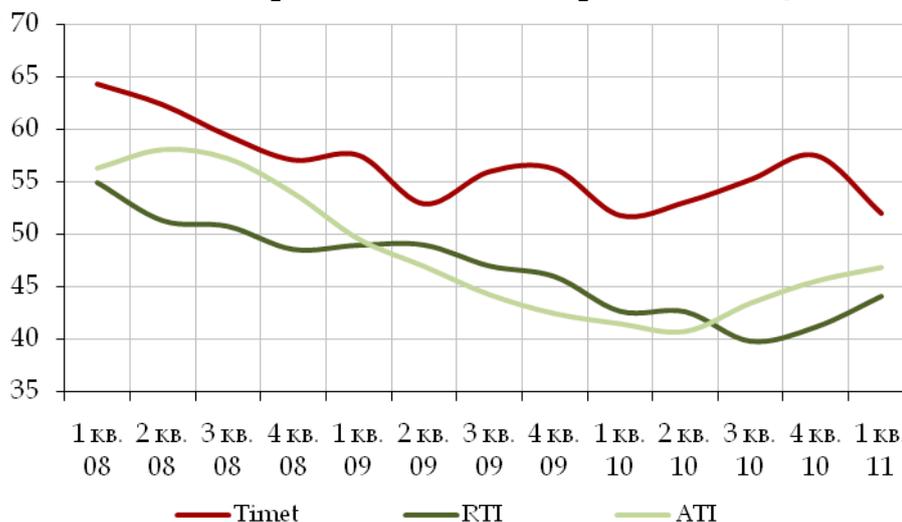
Рынок титановой продукции продолжает восстанавливаться

**Рынок титана для
аэрокосмической отрасли –
ключевой для ВСМПО-
АВИСМА**

Основным рынком сбыта для ВСМПО-АВИСМА является рынок титановой продукции для авиакосмической отрасли. На данный рынок приходится около 70% поставок компании, ценообразование определяется долгосрочными контрактами. Оставшиеся 30% продукции (промышленный титан) продаются на условно свободном рынке, где существует достаточно серьезная конкуренция между производителями.

Динамика цен реализации титанового проката у основных конкурентов ВСМПО-АВИСМА компаний Timet, RTI, ATI показывает, что ценовое дно было пройдено в 1-3 кварталах 2010г. и на текущий момент наблюдается восходящий тренд (несмотря на снижение отпускных цен у компании ТИМЕТ в 1-м квартале 2011г., котировка была выше 1-го квартала прошлого года). Для данных компаний основным рынком сбыта также является аэрокосмическая отрасль. Стабильный рост цен с середины прошлого года означает, что спрос на титановую продукцию со стороны авиапрома растет.

Динамика котировок титанового проката, тыс. \$/тонна



**Ценовое дно на рынке
титана было пройдено в 1-3
кварталах прошлого года.**

Источник: Timet, RTI, ATI

Главными драйверами роста спроса на титановую продукцию в аэрокосмической отрасли и, соответственно, роста продаж ВСМПО-АВИСМА станет запуск в серийное производство нового типа широкофюзеляжного самолета Boeing 787 и увеличение выпуска A380 (самолеты делятся на два типа – узкофюзеляжные и широкофюзеляжные, последние удельно потребляют больше титановой продукции). В среднесрочной перспективе (начиная с 2011г.) руководство ВСМПО-АВИСМА делает ставку на производство компонентов для Boeing 787 Dreamliner, поскольку с помощью недавно запущенного СП ВСМПО-



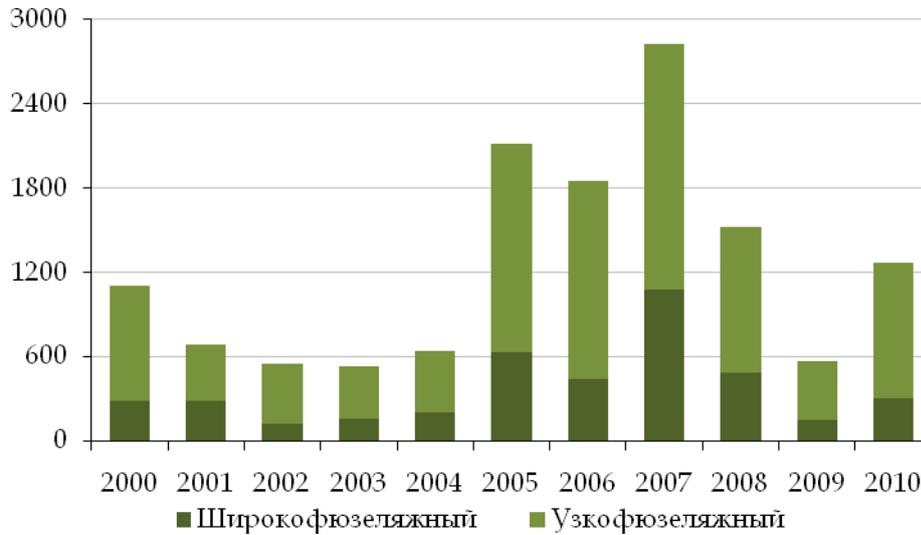
АВИСМА будет поставлять продукцию более высокого передела для авиапроизводителя.

Динамика производства новых типов самолетов вселяет оптимизм. Если в 2008-2009гг. производилось по 10-12 А380 в год, то в 2010г. было произведено 18 самолетов. Компания Boeing планирует начать поставки Boeing 787 в 3-м квартале 2011г.

Статистика компаний Boeing и Airbus показывает, что количество заказов на новые самолеты постепенно восстанавливается. Так в 2010г. количество новых заказов на широко и узкофюзеляжные самолеты выросло более чем в 2 раза по сравнению с кризисным 2009г.

Количество заказов на новые самолеты растет

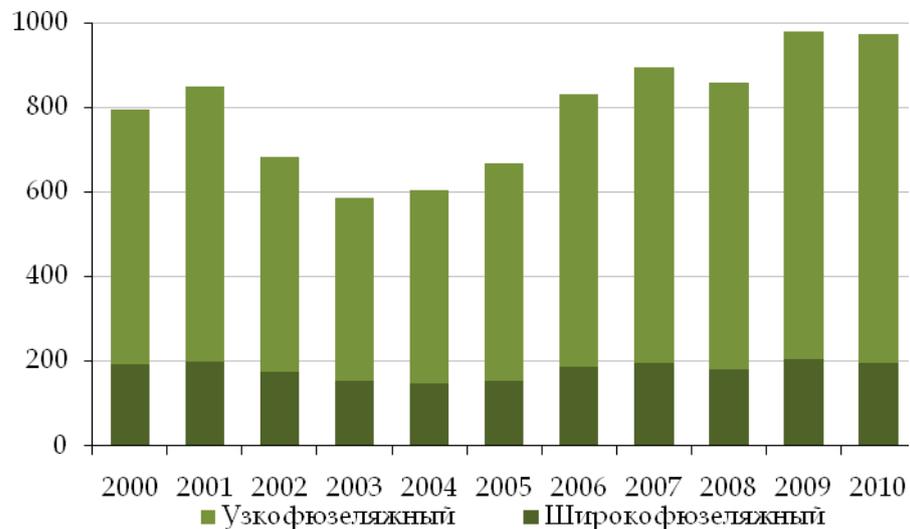
Количество заказов на самолеты Boeing и Airbus



Источник: Boeing и Airbus

Операционные показатели по производству самолетов также воодушевляют - выпуск держится на высоких уровнях, и резкое сокращение заказов в кризисный период не оказало негативного влияния на общую динамику.

Производство самолетов Boeing и Airbus



Источник: Boeing и Airbus

Мы ожидаем, что рост спроса на самолеты в среднесрочной перспективе станет катализатором увеличения поставок титана со стороны ВСППО-АВИСМА и увеличения цен реализации продукции компании.

В 2011г. мы оцениваем увеличение роста отпускных цен ВСППО-АВИСМА на 12% г/г, а в 2012г - 10% г/г.

Средние цены на титановый прокат ВСППО-АВИСМА, тыс. \$/тонна



Источник: ВСППО-АВИСМА, расчеты Грандис Капитал

Отчетность по РСБУ продолжает оставаться главным индикатором отчетности по МСФО

ВСППО-АВИСМА: показатели компании на подъеме

Главным индикатором финансового положения в ВСППО-АВИСМА является финансовая отчетность по РСБУ. Исторически, основные показатели по РСБУ не сильно отличались от показателей по МСФО.

	2007			2008			2009		
	МСФО	РСБУ	Разн. %	МСФО	РСБУ	Разн. %	МСФО	РСБУ	Разн. %
Выручка	1311	1200	9%	1219	1170	4%	978	819	19%
ЕВИГДА	423	409	4%	316	328	-4%	242	233	4%
Чистая прибыль	235	243	-4%	99	107	-7%	26	5	
Общий долг	553	502	10%	784	742	6%	736	710	4%

Источник: ВСППО-АВИСМА, расчеты Грандис Капитал



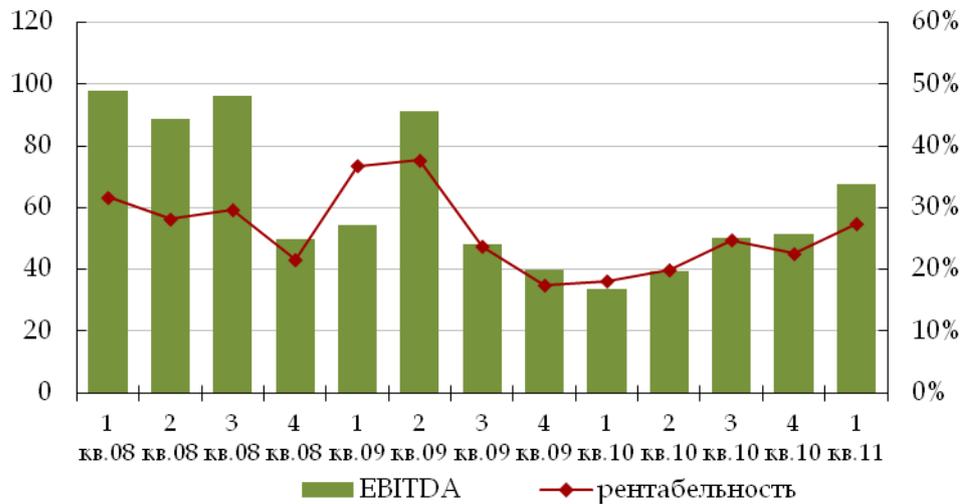
Исторические данные по EBITDA компании в соответствии с РСБУ свидетельствуют о том, что наиболее тяжелым оказалось 1 полугодие 2010г., начиная со второго полугодия прибыльность ВСМПО-АВИСМА стала возрастать, что в целом соответствует общерыночным трендам.

Финансовые результаты 1-го квартала по РСБУ вселяют значительный оптимизм – выручка выросла на треть г/г, EBITDA удвоилась. По сравнению с 4-м кварталом EBITDA компании возросла на 32%.

ВСМПО-АВИСМА сообщила, что в 1-м квартале рост производства титана составил 22% г/г, цены реализации увеличились на 12.5%.

Квартальная динамика воодушевляет, в 1-м квартале 2011г. рост EBITDA 100% г/г, рост выпуска титана 22%

ВСМПО-АВИСМА: динамика по EBITDA по РСБУ и рентабельность

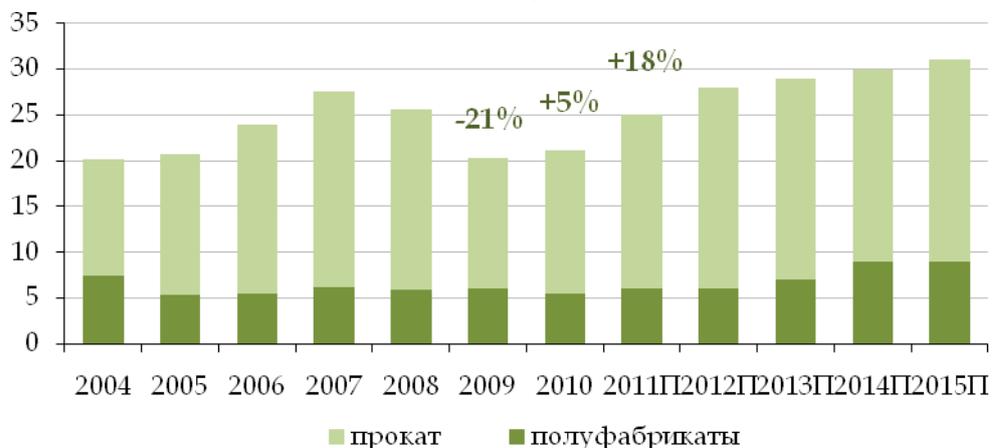


Источник: ВСМПО-АВИСМА, расчеты Грандис Капитал

Мы ожидаем, что текущий год станет годом роста для компании – выпуск титана вырастет на 18% г/г до 25 тыс.т., а EBITDA увеличится практически в 2 раза г/г до \$299 млн. при рентабельности 24%.

В этом году ожидается значительный рост выпуска титана

ВСМПО-АВИСМА: динамика выпуска титана и прогнозы, тыс.т.



Источник: ВСМПО-АВИСМА, расчеты Грандис Капитал



ВСМПО-АВИСМА: ЕБИТДА и прогнозы, \$ млн.



Источник: ВСМПО-АВИСМА, расчеты Грандис Капитал

Оценка

Оценку справедливой стоимости ВСМПО-АВИСМА мы считаем как взвешенную сумму между оценкой, полученной по методу мультипликаторов и DCF. Методу DCF мы присваиваем вес 0.4, методу мультипликаторов мы присваиваем вес 0.6.

Метод мультипликаторов

В качестве оценочного мультипликатора мы используем EV/ЕБИТДА, в качестве оценки ЕБИТДА предлагается брать первый прогнозируемый фискальный год (leading EV/ЕБИТДА). Оценка ЕБИТДА первого фискального года строится методом представления фактических квартальных данных в годовом выражении.

ВСМПО-АВИСМА: оценка leading EV/ЕБИТДА



Источник: ВСМПО-АВИСМА, расчеты Грандис Капитал

Докризисный уровень ВСППО-АВИСМА по показателю leading EV/ЕВITDA составлял 9-10X, в посткризисный период данный показатель колебался в диапазоне 10-11X.

Мы считаем, что справедливый уровень по показателю leading EV/ЕВITDA должен составлять 10X.

**Оценка по EV/ЕВITDA2011
предполагает \$202 за акцию**

Исходя из мультипликатора EV/ЕВITDA 11-10X, и оценки ЕВITDA компании в 2011г. в \$299 млн., справедливой оценкой EV компании мы считаем \$3 млрд. На конец 2011г. мы оцениваем размер чистого долга ВСППО-АВИСМА в \$671 млн., поэтому справедливой капитализацией компании, исходя из метода мультипликаторов, считаем \$2.3 млрд. или \$202 за акцию.

Метод DCF

**Оценка по DCF
предполагает \$149 за акцию**

Модель дисконтированных денежных потоков мы строим на 5 прогнозных лет до 2015 года включительно. Мы предполагаем, что конечный темп роста денежных потоков ВСППО-АВИСМА будет составлять 3%, а ставка дисконтирования WACC 14.8%.

ВСППО-АВИСМА: модель DCF

\$ млн.	2009	2010	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Выручка	978	929	1241	1552	1741	1863	2032
ЕВITDA	242	154	299	429	470	468	523
рентабельность %	25%	17%	24%	28%	27%	25%	26%
ЕВIT	165	75	221	350	391	389	444
Налоги	40	15	44	70	78	78	89
НОРАТ	125	60	177	280	313	311	355
+ Амортизация	77	79	79	78	78	79	79
- Капитальные затраты	-210	-120	-69	-75	-81	-85	-89
Изменение оборотного капитала	129	18	-34	-54	-45	-65	-48
Свободный денежный поток	120	38	153	230	266	240	298

Показатель	Значение
Терминальный темп роста	3.0%
Стоимость капитала	19.3%
Посленалоговая стоимость долга	8.0%
Debt/(Debt+Equity)	40%
WACC	14.8%
Прив. стоимость. FCF	885
Терминальная стоимость	2607
Прив. терминальная стоимость	1502
Дисконт. денежный поток	2387
Чистый долг на 31/12/10	671
Чистая стоим. компании	1717
Количество акций	12
Целевая цена	149

Анализ чувствительности								
		Ставка дисконтирования (WACC)						
		13.3%	13.8%	14.3%	14.8%	15.3%	15.8%	16.3%
Терминальный темп роста (%)	4.5%	208	194	181	170	160	151	142
	4.0%	197	184	173	162	153	144	136
	3.5%	187	175	165	155	147	139	131
	3.0%	178	167	158	149	141	133	126
	2.5%	170	160	151	143	135	128	122
	2.0%	163	154	145	138	130	124	118
	1.5%	156	148	140	133	126	120	114

Источник: расчеты Грандис Капитал



Итоговая оценка

Итоговая оценка – взвешенная сумма между методом мультипликаторов и DCF предполагает \$180 за акцию

Оценка акций ВСМПО-АВИСМА по методу мультипликаторов составляет \$202 за акцию, оценка по методу DCF составляет \$149.

Итоговый ценовой ориентир мы считаем как средневзвешенную оценку по методу мультипликаторов и DCF или \$180 за акцию компании.

Сравнение с аналогами

Среди основных аналогов ВСМПО-АВИСМА мы рассматриваем компании Timet, RTI и ATI, при этом наиболее близкими по структуре бизнес-модели считаем Timet и RTI.

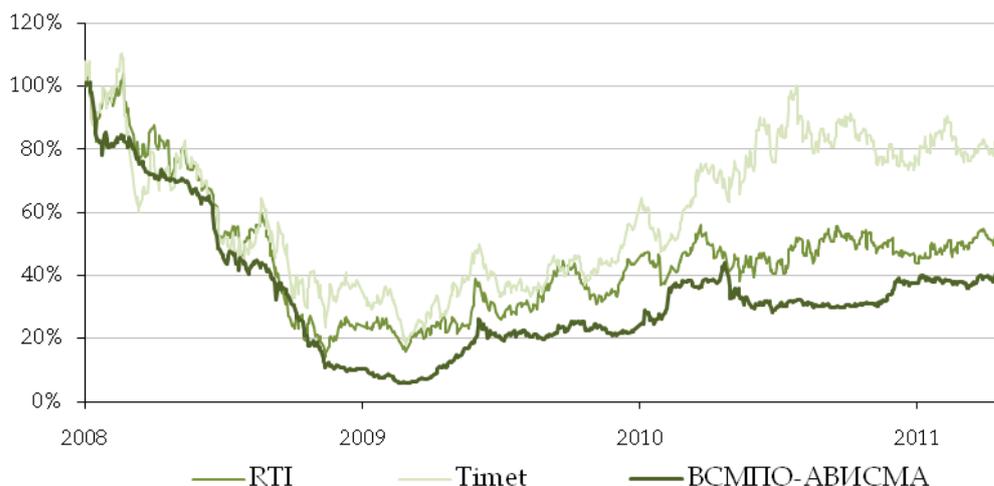
Компания	Mcap, \$ млн	EV, \$ млн	P/E			EV/EBITDA			EV/Sales		
			2010	2011П	2012П	2010	2011П	2012П	2010	2011П	2012П
RTI	1156	937	neg	526.1	27.7	38.6	23.0	8.2	1.9	2.3	1.5
Timet	3483	3199	43.3	28.0	16.5	18.6	13.4	8.8	2.9	3.7	2.4
Allegheny Tech.	7096	7727	73.5	20.1	13.1	20.7	9.2	7.0	1.5	1.9	1.3
Среднее			58.4	191.4	19.1	26.0	15.2	8.0	2.1	2.6	1.8
ВСМПО-АВИСМА	1459	2073	78.5	10.9	6.0	13.4	6.9	4.8	2.2	1.7	1.3
(дисконт)/премия			34%	-94%	-69%	-48%	-54%	-39%	6%	-36%	-24%

Источник: Bloomberg, расчеты Грандис Капитал

По всем основным мультипликаторам наблюдается существенный дисконт.

Динамика акций ВСМПО-АВИСМА и основных аналогов с начала 2008г.

С начала 2008 года, акции ВСМПО-АВИСМА существенно отстали от своих основных аналогов



Источник: Bloomberg

С начала 2009г. акции ВСМПО-АВИСМА также существенно отстали от своих аналогов.

Выводы и рекомендации

ВСМПО-АВИСМА является одной из лидирующих компаний в секторе производителей титана для аэрокосмической отрасли. Компания - ключевой поставщик компаний Boeing и Airbus, а также производителей авиадвигателей и комплектующих для самолетов.

Одним из успехов ВСМПО-АВИСМА является создание особой экономической зоны промышленного типа «Титановая долина» в Свердловской области в конце 2010г. Резидентов зоны освободят от уплаты пошлин и НДС при импорте высокотехнологичного оборудования на 20 лет, а региональные власти вправе обнулить налоги на имущество и землю и на 5% снизить ставку налога на прибыль. К работе в данной зоне планируется привлечь компании Boeing, Rolls-Royce и Goodrich. Функционирование в данной экономической зоне существенно ускорит темпы развития ВСМПО-АВИСМА в сегменте производства продукции с высокой добавленной стоимостью и усилит интеграцию с крупнейшими производителями самолетов и компонентов к ним.

Тенденции последних лет показывают, что доля новых энергоэффективных самолетов (A380, в перспективе Boeing 787, A350) в общем производстве возрастает, а это существенный позитив для ВСМПО-АВИСМА, поскольку компания сфокусирована именно на поставку титана для данных типов воздушных судов.

Цены реализации крупнейших производителей титана для авиапрома показывают, что ценовое дно было пройдено в 1-3 кварталах 2010г. и наблюдается восходящий тренд. Также наблюдается рост заказов на новые самолеты у Boeing и Airbus. Это означает возвращение спроса на титан со стороны авиапрома – ключевого рынка для ВСМПО-АВИСМА.

В этом году ожидается существенный рост финансовых показателей. По нашим оценкам выручка в 2011г. вырастет на треть г/г до 1.2 млрд., а EBITDA практически удвоится до \$299 млн. при рентабельности 24%. Также мы ожидаем рост чистой прибыли более чем в 7 раз. Данный фактор должен существенно улучшить отношение инвесторов к компании.

Мы повышаем наш целевой ориентир по акциям ВСМПО-АВИСМА с \$128 до \$180 за акцию, что предполагает потенциал роста в 42% к текущим котировкам и рекомендацию «ПОКУПАТЬ».

**ВСМПО-АВИСМА: финансовые показатели по МСФО и прогнозы, \$ млн.**

Отчет о прибылях и убытках	2007	2008	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Выручка	1311	1219	978	929	1241	1552	1741	1863	2032
Операционные расходы	887	909	736	775	942	1123	1271	1395	1509
Амортизация	47	91	77	79	79	78	78	79	79
Операционная прибыль	376	220	165	75	221	350	391	389	444
ЕБИТДА	423	311	242	154	299	429	470	468	523
Чистые процентные расходы	21	50	41	52	52	41	23	0	-21
Прочие расходы (доходы)	-8	33	87	0	0	0	0	0	0
Прибыль до налогов	363	136	36	24	169	309	369	389	465
Налоги на прибыль	128	37	10	5	34	62	74	78	93
Доля миноритариев	1	1	0	0	1	3	3	3	4
Чистая прибыль	235	99	26	19	134	245	292	308	368
Баланс	2007	2008	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Денежные средства и эквиваленты	78	39	72	77	193	384	616	835	1128
Дебиторская задолженность	395	343	287	273	310	345	387	414	452
Запасы	552	600	438	456	471	510	530	581	604
Прочие оборотные активы	12	150	192	193	207	227	243	264	280
Основные средства	757	821	809	850	841	837	840	846	855
Прочие внеоборотные активы	178	160	166	175	173	172	172	174	176
Итого активы	1971	2112	1964	2024	2195	2476	2787	3114	3494
Кредиторская задолженность	101	152	64	86	105	125	141	155	168
Краткосрочный долг	387	650	411	417	420	424	428	432	437
Прочие краткосрочные обязательства	76	77	92	99	108	123	136	154	169
Долгосрочный долг	166	134	325	331	334	338	342	346	351
Прочие долгосрочные обязательства	53	43	43	46	51	58	64	72	79
Капитал и резервы	1188	1055	1029	1045	1177	1408	1675	1954	2291
Итого пассивы	1971	2112	1964	2024	2195	2476	2787	3114	3494
Отчет о движении денежных средств	2007	2008	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Операционная прибыль	370	220	165	75	221	350	391	389	444
Налоги на прибыль	128	37	10	5	34	62	74	78	93
Амортизация	47	91	77	79	79	78	78	79	79
Изменение оборотного капитала	-221	56	129	18	-34	-54	-45	-65	-48
Чистые процентные расходы	21	50	41	52	52	41	23	0	-21
Прочий операционный отток средств	3	53	26	0	0	0	0	0	0
Денежные потоки от операций	45	226	293	116	180	272	329	325	404
Капиталовложения	-280	-543	-210	-120	-69	-75	-81	-85	-89
Прочие доходы (инвестиции)	-65	112	29	0	0	0	0	0	0
Денежные потоки от инвестиций	-345	-431	-182	-120	-69	-75	-81	-85	-89
Свободные денежные потоки	-300	-205	111	-4	111	197	248	240	315
Изменение долга-отток	317	232	-49	12	7	8	8	9	9
Дивиденды	6	1	18	3	2	13	24	29	31
Прочее-отток	13	28	12	0	0	0	0	0	0
Чистые денежные потоки	-1	-2	32	6	116	191	232	219	293



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

Антон Макаров
Заместитель директора департамента
A.Makarov@grandiscapital.ru

Аналитический отдел

Денис Барабанов
Начальник отдела
D.Barabanov@grandiscapital.ru

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

Дмитрий Терехов
Старший аналитик
D.Terehov@grandiscapital.ru

Ксения Аношина
Аналитик
K.Anoshina@grandiscapital.ru

Андрей Кучеров
Аналитик
A.Kuchеров@grandiscapital.ru

Отдел продаж

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

Константин Лынов
Вице-президент
K.Lynov@grandiscapital.ru

Денис Вахрушев
Вице-президент
D.Vachrushev@grandiscapital.ru

Клиентский отдел

Екатерина Харченко
Начальник отдела
E.Kharchenko@grandiscapital.ru

Инна Булгакова
Специалист
I.Bulgakova@grandiscapital.ru

Отдел биржевых операций

Максим Берсенеv
Начальник отдела
M.Bersenev@grandiscapital.ru

Михаил Кан
Старший трейдер
M.Kan@grandiscapital.ru

Отдел портфельных инвестиций

Дмитрий Иванов
Начальник отдела
D.Ivanov@grandiscapital.ru

Андрей Толстоусов
Управляющий активами
A.Tolstousov@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

© 2011 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 выкуплены 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 сотрудники 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.