

## ВСПО-АВИСМА

### Рост откладывается

На основании опубликованных ВСПО-АВИСМА результатов по РСБУ за 1-е полугодие 2010 г. и последних тенденций в мировой авиапромышленности мы пересматриваем наш ценовой ориентир по бумагам компании в сторону понижения с \$ 214 до \$ 157 за акцию, сохраняя при этом рекомендацию «покупать».

Напомним, что по результатам 1-го полугодия текущего года выручка компании практически не изменилась г-к-г и составила \$ 384 млн, при этом EBITDA сократилась на 50 % г-к-г до \$ 73 млн. Финансовые показатели за 1-й и 2-й кварталы 2010 г. находятся на двухлетних минимумах и отражают тот факт, что восстановление на основном рынке титановой продукции ВСПО (рынок титановой продукции для авиационной промышленности) еще не началось.

Основными клиентами ВСПО-АВИСМА являются предприятия авиапрома, такие как Boeing, Airbus и др. которые используют титан при производстве самолетов. Напомним, что наиболее титаноёмкими являются широкофюзеляжные типы самолетов.

По данным Airbus, количество самолетов, произведенных компанией за первые 8 месяцев 2010 г. практически не изменилось г-к-г. Схожая динамика производственных показателей за первые 8 месяцев 2010 г. в сравнении с тем же периодом прошлого года наблюдается у компании Boeing. При этом у Boeing производство самолетов широкофюзеляжного типа снизилось на 14 % г-к-г. Данная динамика подтверждает тот факт, что посткризисное восстановление мирового авиапрома еще не началось, а в сегменте широкофюзеляжных типов самолетов стагнация продолжается.

В то же самое время количество новых заказов на производство самолетов растет. Так, с начала этого года у Airbus и Boeing количество новых заказов выросло по сравнению с тем же периодом предыдущего года в 2 раза, а в сегменте широкофюзеляжных самолетов количество новых заказов у Boeing увеличилось более чем в 2.2 раза. Подобная динамика вселяет оптимизм и позволяет надеяться на то, что 2011 год станет годом роста производства самолетов и, соответственно, потребления титана.

Корректировка нашей финансовой модели в основном коснулась оценок в части выручки и операционной прибыли для 2010-2011 гг. Производственные показатели на этот период мы оставили без изменения (по нашим оценкам выпуск титана в 2010 г. у компании вырастет на 10 % г-к-г). В 2010 г. мы заложили более сильное, чем в предыдущей версии, модели снижение цен на продукцию компании (15 % г-к-г вместо 10 % г-к-г), основываясь на том факте, что доля продукции для авиапрома (цены определяются долгосрочными контрактами) в общем объеме заказов снизилась, а доля продукции, продаваемой на спотовом рынке (в период кризиса цены данной продукции значительно сократились), увеличилась.

#### ВСПО-АВИСМА: изменение прогнозных показателей финансовой модели

|                | Выручка |       | EBITDA |       |
|----------------|---------|-------|--------|-------|
|                | 2010П   | 2011П | 2010П  | 2011П |
| Старый прогноз | 935     | 1210  | 192    | 334   |
| Новый прогноз  | 854     | 1106  | 136    | 260   |
| изменение, %   | -9%     | -9%   | -29%   | -22%  |

Источники: оценки Аналитического департамента Банка Москвы

#### Акции

#### Цветная металлургия

Кучеров Андрей

[Kuchеров\\_AA@mmbank.ru](mailto:Kuchеров_AA@mmbank.ru)

Волов Юрий, CFA

[Volov\\_YM@mmbank.ru](mailto:Volov_YM@mmbank.ru)

#### Основные данные

|                       |          |
|-----------------------|----------|
| Код РТС               | VSMO     |
| Цена акции \$         | 93.8     |
| Капитализация млн. \$ | 1 082    |
| EV млн. \$            | 1 696    |
| Целевая цена \$       | 157      |
| Потенциал %           | 67%      |
| Рекомендация          | Покупать |

#### Динамика акций



#### ВСПО: Финансы и прогнозы

| в млн. \$      | 2009О | 2010П  | 2011П |
|----------------|-------|--------|-------|
| Выручка        | 888   | 854    | 1 106 |
| EBITDA         | 252   | 136    | 260   |
| Прибыль        | 64    | - 14   | 89    |
| EV/EBITDA      | 6.7   | 12.5   | 6.5   |
| EV/S           | 1.9   | 2.0    | 1.5   |
| P/E            | 16.9  | - 77.3 | 12.1  |
| Рентабельность |       |        |       |
| По EBITDA      | 28.4% | 15.9%  | 23.5% |
| Чистая         | 7.2%  | -1.6%  | 8.1%  |

#### Акционеры

|               | Доля% |
|---------------|-------|
| Ростехнологии | 66.0% |
| Прочие        | 34.0% |

Целевую стоимость акций ВСМПО-АВИСМА мы определяем как равновзвешенную сумму оценок по методу DCF и методу мультипликаторов.

В результате корректировки нашей финансовой модели оценка бумаг по методу DCF на конец 2010 г. снизилась с \$ 99 до \$ 79 за акцию.

Метод оценки по мультипликаторам базируется на сравнении с основными аналогами ВСМПО-АВИСМА на международных рынках – компаниями RTI, Timet, ATI. Для сравнения по мультипликаторам мы применяем коэффициенты EV/EBITDA за 2010-2011 гг. С учетом на данных мультипликаторов оценка стоимости бумаг ВСМПО составляет \$ 235 за акцию.

#### Оценка стоимости акций ВСМПО-АВИСМА по методу мультипликаторов

| Компания                              | Мсрп, \$ млн | EV, \$ млн | P/E   |       |       | EV/EBITDA |       |       | EV/Sales |       |       |
|---------------------------------------|--------------|------------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|----------|-------|-------|
|                                       |              |            | 2009  | 2010П | 2011П | 2009      | 2010П | 2011П | 2009     | 2010П | 2011П |
| RTI                                   | 924          | 800        | отр.  | 253.0 | 104.7 | 35.2      | 34.8  | 20.8  | 2.0      | 1.9   | 1.7   |
| Timet                                 | 3373         | 3201       | 105.6 | 43.9  | 27.7  | 31.8      | 19.8  | 14.0  | 4.2      | 3.6   | 3.0   |
| ATI                                   | 4599         | 5372       | 137.4 | 31.6  | 13.3  | 27.2      | 12.0  | 7.1   | 1.8      | 1.3   | 1.2   |
| Среднее                               |              |            | 121.5 | 109.5 | 48.6  | 31.4      | 22.2  | 14.0  | 2.6      | 2.3   | 1.9   |
| ВСМПО-АВИСМА                          | 1082         | 1696       | 16.9  | -77.3 | 12.1  | 6.7       | 12.5  | 6.5   | 1.9      | 2.0   | 1.5   |
| (дисконт)/премия                      |              |            | -86%  | -171% | -75%  | -79%      | -44%  | -53%  | -28%     | -14%  | -21%  |
| Оценка акций ВСМПО-АВИСМА, \$         |              |            |       |       |       |           | 208   | 261   |          |       |       |
| <b>Взвешенная стоимость акций, \$</b> |              | <b>235</b> |       |       |       |           |       |       |          |       |       |

Источники: оценки Аналитического департамента Банка Москвы, Bloomberg

В итоге наша взвешенная оценка по методу DCF и мультипликаторов составляет \$ 157 за акцию, что соответствует рекомендации «покупать».

## Прогноз денежного потока

| в млн. \$                            | 2007         | 2008         | 2009 О     | 2010 П     | 2011 П       | 2012 П       | 2013 П       | 2014 П       | 2015 П       |
|--------------------------------------|--------------|--------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Выручка</b>                       | <b>1 311</b> | <b>1 219</b> | <b>888</b> | <b>854</b> | <b>1 106</b> | <b>1 382</b> | <b>1 550</b> | <b>1 659</b> | <b>1 810</b> |
| Темп роста (%)                       |              | -7%          | -27%       | -4%        | 29%          | 25%          | 12%          | 7%           | 9%           |
| <b>EBITDA</b>                        | <b>423</b>   | <b>311</b>   | <b>252</b> | <b>136</b> | <b>260</b>   | <b>373</b>   | <b>413</b>   | <b>411</b>   | <b>461</b>   |
| Рентабельность (%)                   | 32%          | 25%          | 28%        | 16%        | 23%          | 27%          | 27%          | 25%          | 25%          |
| <b>EBIT</b>                          | <b>376</b>   | <b>220</b>   | <b>161</b> | <b>43</b>  | <b>168</b>   | <b>283</b>   | <b>323</b>   | <b>321</b>   | <b>371</b>   |
| Рентабельность (%)                   | 29%          | 18%          | 18%        | 5%         | 15%          | 20%          | 21%          | 19%          | 20%          |
| -Налоги на прибыль                   | 128          | 37           | 20         | -4         | 26           | 54           | 65           | 67           | 80           |
| <b>НОРАТ</b>                         | <b>248</b>   | <b>183</b>   | <b>142</b> | <b>48</b>  | <b>142</b>   | <b>229</b>   | <b>258</b>   | <b>254</b>   | <b>291</b>   |
| + Амортизация                        | 47           | 91           | 91         | 92         | 91           | 90           | 90           | 90           | 90           |
| - Капитальные вложения               | -280         | -543         | -94        | -120       | -69          | -75          | -80          | -85          | -89          |
| (Увеличение)/Уменьшение об. капитала | -221         | 56           | -3         | 111        | -58          | -90          | -104         | -166         | -94          |
| <b>Чистый денежный поток</b>         | <b>-205</b>  | <b>-213</b>  | <b>136</b> | <b>131</b> | <b>106</b>   | <b>154</b>   | <b>163</b>   | <b>93</b>    | <b>198</b>   |

## Основные предположения

|                        |       |
|------------------------|-------|
| WACC                   | 14.8% |
| Конечный темп роста    | 3.0%  |
| Ставка налогообложения | 20%   |

## Расчет WACC

|                                      |              |
|--------------------------------------|--------------|
| <b>Безрисковая ставка:</b>           | <b>5.5%</b>  |
| Средняя доходность UST10 за 5 лет    | 4.0%         |
| Спрэд Россия 30 за 12 мес., б.п.     | 150          |
| <b>Риск рынка акций</b>              | <b>4.9%</b>  |
| Специфический риск эмитента          | 0.8%         |
| Целевой уровень D/(E+D)              | 40.0%        |
| Бэта                                 | 1.60         |
| Бэта с учетом долга                  | 2.45         |
| Безрисковая ставка                   | 5.5%         |
| <b>Стоимость капитала</b>            | <b>19.3%</b> |
| Стоимость долга                      | 10.0%        |
| Ставка налога на прибыль             | 20.0%        |
| <b>Стоимость долга после налогов</b> | <b>8.0%</b>  |
| <b>WACC</b>                          | <b>14.8%</b> |

## Оценка DCF

|                                  |           |
|----------------------------------|-----------|
| Дисконтированный денежный поток  | 602       |
| Конечная стоимость               | 1 728     |
| Приведенная конечная стоимость   | 868       |
| Стоимость денежных потоков       | 1 470     |
| Текущий чистый долг (наличность) | 556       |
| Чистая стоимость компании        | 914       |
| Количество акций (млн.)          | 12        |
| <b>Цель на конец 2010 г., \$</b> | <b>79</b> |

## Анализ чувствительности

|                         |             | Ставка дисконтирования (WACC) |       |       |           |       |       |       |
|-------------------------|-------------|-------------------------------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|
|                         |             | 13.3%                         | 13.8% | 14.3% | 14.8%     | 15.3% | 15.8% | 16.3% |
| Конечный темп роста (%) | 4.5%        | 115                           | 106   | 99    | 92        | 85    | 79    | 74    |
|                         | 4.0%        | 109                           | 101   | 94    | 87        | 81    | 76    | 71    |
|                         | 3.5%        | 103                           | 96    | 89    | 83        | 78    | 73    | 68    |
|                         | <b>3.0%</b> | 98                            | 91    | 85    | <b>79</b> | 74    | 69    | 65    |
|                         | 2.5%        | 93                            | 87    | 81    | 76        | 71    | 67    | 63    |
|                         | 2.0%        | 89                            | 83    | 78    | 73        | 68    | 64    | 60    |
|                         | 1.5%        | 85                            | 79    | 74    | 70        | 66    | 62    | 58    |

## Специфический риск эмитента

|                          |             |
|--------------------------|-------------|
|                          | <b>0.8%</b> |
| Отношения с государством | 0.0%        |
| Корпоративное управление | 0.5%        |
| Конфликт акционеров      | 0.0%        |
| Налоговые угрозы         | 0.0%        |
| Финансовая устойчивость  | 0.3%        |

## Расчет бэта

|                                |             |
|--------------------------------|-------------|
| <b>Средний оборот, \$ '000</b> | <b>Бэта</b> |
| больше 50 000                  | 1.00        |
| больше 10 000                  | 1.25        |
| больше 1000                    | 1.50        |
| больше 200                     | 1.75        |
| меньше 100                     | 2.00        |
| 0 / непубличный бизнес         | 3.00        |

## Отчет о прибылях и убытках

| в млн. \$                 | 2007         | 2008         | 2009 О     | 2010 П      | 2011 П       | 2012 П       | 2013 П       | 2014 П       | 2015 П       |
|---------------------------|--------------|--------------|------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Выручка</b>            | <b>1 311</b> | <b>1 219</b> | <b>888</b> | <b>854</b>  | <b>1 106</b> | <b>1 382</b> | <b>1 550</b> | <b>1 659</b> | <b>1 810</b> |
| Операционные расходы      | 887          | 909          | 635        | 718         | 846          | 1 009        | 1 138        | 1 248        | 1 350        |
| Амортизация               | 47           | 91           | 91         | 92          | 91           | 90           | 90           | 90           | 90           |
| Операционная прибыль      | 376          | 220          | 161        | 43          | 168          | 283          | 323          | 321          | 371          |
| <b>EBITDA</b>             | <b>423</b>   | <b>311</b>   | <b>252</b> | <b>136</b>  | <b>260</b>   | <b>373</b>   | <b>413</b>   | <b>411</b>   | <b>461</b>   |
| Чистые процентные расходы | 21           | 50           | 77         | 61          | 56           | 51           | 43           | 33           | 27           |
| Прочие расходы (доходы)   | - 8          | 33           | -          | -           | -            | -            | -            | -            | -            |
| Прибыль до налогов        | 363          | 136          | 84         | - 18        | 113          | 231          | 280          | 289          | 344          |
| Налоги на прибыль         | 128          | 37           | 20         | - 4         | 23           | 46           | 56           | 58           | 69           |
| Доля миноритариев         | 1            | 1            | 1          | -           | 1            | 2            | 2            | 3            | 3            |
| <b>Чистая прибыль</b>     | <b>235</b>   | <b>98</b>    | <b>64</b>  | <b>- 14</b> | <b>89</b>    | <b>183</b>   | <b>222</b>   | <b>229</b>   | <b>272</b>   |

## Баланс

| в млн. \$                          | 2007         | 2008         | 2009 О       | 2010 П       | 2011 П       | 2012 П       | 2013 П       | 2014 П       | 2015 П       |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Денежные средства и эквиваленты    | 78           | 171          | 269          | 350          | 412          | 530          | 667          | 745          | 935          |
| Дебиторская задолженность          | 395          | 343          | 370          | 285          | 307          | 384          | 431          | 461          | 503          |
| Запасы                             | 552          | 600          | 529          | 479          | 529          | 560          | 632          | 780          | 843          |
| Прочие оборотные активы            | 12           | 18           | 17           | 15           | 16           | 18           | 20           | 24           | 26           |
| Основные средства                  | 757          | 821          | 824          | 852          | 829          | 814          | 804          | 799          | 798          |
| Прочие внеоборотные активы         | 178          | 160          | 160          | 166          | 161          | 158          | 156          | 155          | 155          |
| <b>Итого активы</b>                | <b>1 971</b> | <b>2 112</b> | <b>2 170</b> | <b>2 146</b> | <b>2 254</b> | <b>2 464</b> | <b>2 711</b> | <b>2 964</b> | <b>3 261</b> |
| Кредиторская задолженность         | 101          | 152          | 106          | 82           | 96           | 115          | 129          | 142          | 153          |
| Краткосрочный долг                 | 387          | 650          | 670          | 676          | 680          | 684          | 688          | 692          | 696          |
| Прочие краткосрочные обязательства | 76           | 77           | 77           | 79           | 78           | 78           | 80           | 83           | 86           |
| Долгосрочный долг                  | 166          | 134          | 155          | 161          | 164          | 168          | 172          | 176          | 180          |
| Прочие долгосрочные обязательства  | 53           | 43           | 43           | 44           | 44           | 44           | 45           | 47           | 49           |
| Капитал и резервы                  | 1 188        | 1 055        | 1 119        | 1 104        | 1 193        | 1 376        | 1 597        | 1 825        | 2 096        |
| <b>Итого пассивы</b>               | <b>1 971</b> | <b>2 112</b> | <b>2 170</b> | <b>2 146</b> | <b>2 254</b> | <b>2 464</b> | <b>2 711</b> | <b>2 964</b> | <b>3 261</b> |

## Отчет о движении денежных средств

| в млн. \$                            | 2007         | 2008         | 2009 О      | 2010 П       | 2011 П      | 2012 П      | 2013 П      | 2014 П      | 2015 П      |
|--------------------------------------|--------------|--------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Операционная прибыль                 | 370          | 220          | 161         | 43           | 168         | 283         | 323         | 321         | 371         |
| Налоги на прибыль                    | 128          | 37           | 20          | - 4          | 23          | 46          | 56          | 58          | 69          |
| Амортизация                          | 47           | 91           | 91          | 92           | 91          | 90          | 90          | 90          | 90          |
| Изменение оборотного капитала        | - 221        | 56           | - 3         | 111          | - 58        | - 90        | - 104       | - 166       | - 94        |
| <b>Денежные потоки от операций</b>   | <b>69</b>    | <b>330</b>   | <b>230</b>  | <b>250</b>   | <b>179</b>  | <b>237</b>  | <b>253</b>  | <b>188</b>  | <b>298</b>  |
| Капиталовложения                     | - 280        | - 543        | - 94        | - 120        | - 69        | - 75        | - 80        | - 85        | - 89        |
| Прочие доходы (инвестиции)           | - 65         | 112          | -           | -            | -           | -           | -           | -           | -           |
| <b>Денежные потоки от инвестиций</b> | <b>- 345</b> | <b>- 431</b> | <b>- 94</b> | <b>- 120</b> | <b>- 69</b> | <b>- 75</b> | <b>- 80</b> | <b>- 85</b> | <b>- 89</b> |
| <b>Свободные денежные потоки</b>     | <b>- 276</b> | <b>- 101</b> | <b>135</b>  | <b>130</b>   | <b>110</b>  | <b>162</b>  | <b>173</b>  | <b>103</b>  | <b>209</b>  |
| Изменение долга                      | 317          | 232          | 40          | 12           | 7           | 7           | 8           | 8           | 9           |
| Дивиденды                            | 6            | 1            | 0           | 0            | -           | 0           | 1           | 1           | 1           |
| <b>Чистые денежные потоки</b>        | <b>- 1</b>   | <b>- 2</b>   | <b>98</b>   | <b>81</b>    | <b>61</b>   | <b>118</b>  | <b>137</b>  | <b>78</b>   | <b>190</b>  |



## Контактная информация

## Аналитический департамент

Тел: +7 495 925 80 00

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

[Bank\\_of\\_Moscow\\_Research@mmbank.ru](mailto:Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru)

## Директор департамента

Тремасов Кирилл, к.э.н

[Tremasov\\_KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)

## Управление рынка акций

## Стратегия, Экономика

Тремасов Кирилл, к.э.н

[Tremasov\\_KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)

Волов Юрий, CFA

[Volov\\_YM@mmbank.ru](mailto:Volov_YM@mmbank.ru)

## Нефть и газ

Борисов Денис, к.э.н

[Borisov\\_DV@mmbank.ru](mailto:Borisov_DV@mmbank.ru)

Вахрамеев Сергей, к.э.н

[Vahrameev\\_SS@mmbank.ru](mailto:Vahrameev_SS@mmbank.ru)

## Электроэнергетика

Лямин Михаил

[Lyamin\\_MY@mmbank.ru](mailto:Lyamin_MY@mmbank.ru)

Рубинов Иван

[Rubinov\\_IV@mmbank.ru](mailto:Rubinov_IV@mmbank.ru)

## Металлургия, Химия

Волов Юрий, CFA

[Volov\\_YM@mmbank.ru](mailto:Volov_YM@mmbank.ru)

Кучеров Андрей

[Kuchеров\\_AA@mmbank.ru](mailto:Kuchеров_AA@mmbank.ru)

## Банки, денежный рынок

Федоров Егор

[Fedorov\\_EY@mmbank.ru](mailto:Fedorov_EY@mmbank.ru)

## Потребсектор

Купеев Виталий

[Kupееv\\_VS@mmbank.ru](mailto:Kupееv_VS@mmbank.ru)

## Телекоммуникации

Горячих Кирилл

[Goryachih\\_KA@mmbank.ru](mailto:Goryachih_KA@mmbank.ru)

## Машиностроение/Транспорт

Лямин Михаил

[Lyamin\\_MY@mmbank.ru](mailto:Lyamin_MY@mmbank.ru)

## Управление долговых рынков

Игнатьев Леонид

[Ignatiev\\_LA@mmbank.ru](mailto:Ignatiev_LA@mmbank.ru)

Горбунова Екатерина

[Gorbunova\\_EB@mmbank.ru](mailto:Gorbunova_EB@mmbank.ru)

Турмышев Дмитрий

[Turmyshev\\_DS@mmbank.ru](mailto:Turmyshev_DS@mmbank.ru)

Сарсон Анастасия

[Sarson\\_AY@mmbank.ru](mailto:Sarson_AY@mmbank.ru)

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.