

Арзамасский приборостроительный завод Ожидания изменились

- Мы понижаем теоретическую цену по акциям Арзамасского приборостроительного завода (АПЗ) с USD804 до USD564 ввиду относительно слабых результатов деятельности за январь-сентябрь 2008 г. и повышения безрисковой ставки. По бумагам эмитента мы подтверждаем рекомендацию **ПОКУПКА**. Компания до сих пор не получила часть средств за уже поставленное по экспортным контрактам оборудование. Можно предположить, что денежные средства поступят до конца текущего или в следующем году. Несмотря на внушительный портфель заказов, завод ожидает по итогам года сокращения выручки приблизительно до USD120 млн (против USD134 млн, прогнозировавшихся в 2008 г.) и снижения чистой прибыли. Повышение безрисковой ставки и процентов по кредитам предопределило увеличение показателя WACC с 14.5% до 15.7%. Финансовый кризис негативно отразился на оборотном капитале завода, а также ударил по заказам на гражданскую продукцию (отмечено сокращение заказов на гидравлическое оборудование). Долговая нагрузка остается незначительной (USD4.8 млн).
- За последние месяцы акции АПЗ потеряли в цене больше других бумаг машиностроительного сектора. Несмотря на привлекательные фундаментальные характеристики, относительно высокую рентабельность EBITDA и солидный портфель заказов (который продолжает расти), инвесторы активно избавлялись от бумаг приборостроительного предприятия. Вместе с тем, мы ожидаем сохранения положительной динамики портфеля заказов, который в ближайшие пять лет будет прибавлять по 10-15% в год за счет заметного увеличения государственных закупок. Компания является наиболее дешевым представителем сектора – ее акции (исходя из наших прогнозов) торгуются с коэффициентами 2009P/E и EV/EBITDA на уровне 1.1 и 0.8 соответственно.
- Положительным сигналом для рынка должно стать утверждение новой дивидендной политики, предусматривающей минимальный коэффициент выплаты в 20% чистой прибыли. Ситуация в сфере корпоративного управления улучшилась в соответствии с ранее заявленными планами; в ноябре-декабре должна быть представлена стратегия развития компании.

Основные данные

Рекомендация	Покупка
Теор. цена (обыкн.), USD	564
Теор. цена (привил.), USD	н/д
Текущая цена (обыкн.), USD	40
Текущая цена (привил.), USD	н/д
Рын. кап., USD млн	13
EV, USD млн	17
Reuters	APSZ.RTS
Bloomberg	APSZ RU Equity
ADR/ГДР	н/д
ADR/ГДР на обыкн. акцию	н/д
Обыкн. акции в обращении, млн	0.32
Изменения с макс. уровня за 52 нед.	-63.3%
Дата макс. уровня за 52 нед.	28.12.2007
Изменения с мин. уровня за 52 нед.	0.0%
Дата мин. уровня за 52 нед.	01.09.2008
Web:	www.oaoapz.com
Акции в свободном обращении, USD млн	3.5
Доля основного акционера	VPK (49%)
Среднедневной объем торгов, USD млн	н/д
Динамика акций за период	
1 месяц	н/д
3 месяца	н/д
12 месяцев	н/д

Оценки стоимости и основные финансовые показатели, USD млн

	Выручка	EBITDA	Чистая прибыль	EPS (USD)	Рентабельность EBITDA (%)	EV	Чистый долг	EV/Выручка	EV/CF	EV/EBITDA	P/E	P/CE	EV/IC	ROIC/WACC
2007	122.8	26.7	15.3	48	22%	8.7	-4.2	0.07	-6.6	0.3	0.8	0.9	0.13	0.57
2008П	120.0	22.3	9.9	31	19%	3.3	-9.6	0.03	0.2	0.1	1.3	1.6	0.04	0.66
2009П	126.8	24.0	12.0	37	19%	18.1	5.3	0.14	1.3	0.8	1.1	1.3	0.21	0.71
2010П	141.8	32.6	18.8	59	23%	19.1	6.3	0.13	1.1	0.6	0.7	0.8	0.19	0.93

Источник: оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 1. Динамика котировок – 52 недели

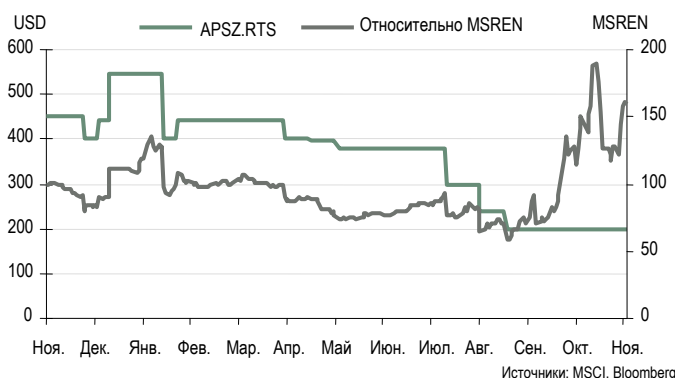


Рисунок 2. Динамика сектора – три месяца

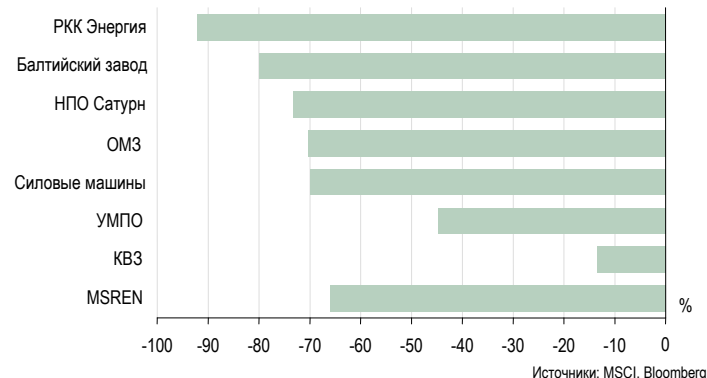


Таблица 1. Арзамасский приборостроительный завод: показатели отчета о прибыли и убытках по РСБУ

USD млн, если не указано иное	2004	2005	2006	2007	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П
Выручка	61.4	75.3	102.6	122.8	120.0	126.8	141.8	167.2	195.2
Себестоимость реализации	-51.6	-65.7	-80.5	-97.4	-98.9	-104.3	-110.8	-130.2	-151.6
Валовая прибыль	9.9	9.5	22.1	25.4	21.1	22.5	31.0	37.0	43.7
Общие, коммерческие и административные расходы	-0.3	-0.3	-0.3	-0.4	-0.6	-0.6	-0.7	-0.8	-1.0
Операционная прибыль	9.5	9.3	21.8	25.0	20.5	21.9	30.3	36.1	42.7
ЕБИТДА	11.1	10.8	23.4	26.7	22.3	24.0	32.6	38.7	45.5
Рентабельность по ЕБИТДА	18%	14%	23%	22%	19%	19%	23%	23%	23%
EV/ЕБИТДА	1.5	1.6	0.7	0.6	0.8	0.7	0.5	0.4	0.4
Прибыль до налогообложения	6.5	8.3	22.4	21.7	13.0	15.8	24.8	32.3	44.6
Чистая прибыль	4.3	6.1	18.1	15.3	9.9	12.0	18.8	24.5	33.9
Чистая рентабельность	7%	8%	18%	12%	8%	9%	13%	15%	17%

Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

Таблица 2. Арзамасский приборостроительный завод: показатели балансового отчета по РСБУ

USD млн	2004	2005	2006	2007	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П
Внеоборотные активы									
Основные средства	22.5	21.8	25.9	28.4	30.3	33.7	36.7	39.8	42.9
Незавершенное строительство	1.1	1.3	1.4	1.6	1.7	1.9	2.1	2.3	2.5
Долгосрочные финансовые вложения	0.6	0.6	0.6	0.1	0.1	20.1	30.1	40.1	55.1
Прочие долгосрочные вложения	0.1	0.2	0.2	0.3	0.7	1.1	1.5	1.9	2.3
Прочие внеоборотные активы	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Итого внеоборотные активы	24.3	23.8	28.1	30.4	32.8	56.8	70.4	84.1	102.8
Оборотные активы									
Запасы	17.6	10.0	20.2	22.7	21.9	22.8	25.1	29.1	33.5
НДС по приобретенным ценностям	0.8	0.9	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5
Дебиторская задолженность	10.4	16.4	23.6	33.8	34.6	36.3	40.1	46.9	54.7
Краткосрочные финансовые вложения	0.2	1.1	3.6	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
Денежные средства	0.1	1.2	4.2	4.2	14.6	4.7	3.7	14.7	15.6
Прочие оборотные активы	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Итого оборотные активы	29.1	29.7	52.0	61.9	72.3	65.0	70.2	92.1	105.2
Итого активы	53.5	53.5	80.1	92.3	105.1	121.8	140.6	176.2	208.0
Капитал и резервы									
Уставный капитал	6.9	6.7	4.4	7.8	7.5	6.7	6.8	7.8	6.7
Добавочный капитал	1.2	1.1	0.9	0.8	1.3	1.1	1.2	1.3	1.1
Резервный капитал	0.7	0.7	1.8	2.0	1.9	1.7	1.7	2.0	1.7
Нераспределенная прибыль	30.0	31.3	45.0	58.1	64.9	75.9	92.3	110.8	143.0
Итого капитал и резервы	38.9	39.8	52.1	68.6	75.5	85.3	101.9	121.9	152.4
Займы и кредиты									
Отложенные налоговые обязательства	0.9	0.6	1.1	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
Прочие долгосрочные обязательства	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Итого долгосрочные обязательства	0.9	0.6	1.1	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
Займы и кредиты	1.3	0.0	0.0	0.0	5.0	10.0	10.0	20.0	15.0
Кредиторская задолженность	12.0	13.0	26.9	22.8	23.7	25.6	27.8	33.4	39.6
Доходы будущих периодов	0.4	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Итого краткосрочные обязательства	13.7	13.2	26.9	22.8	28.7	35.6	37.8	53.4	54.6
Итого обязательства	14.6	13.8	28.0	23.7	29.6	36.5	38.7	54.3	55.6
Итого капитал, резервы и обязательства	53.5	53.5	80.1	92.3	105.1	121.8	140.6	176.2	208.0

Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

Таблица 3. Арзамасский приборостроительный завод: модель оценки стоимости по методу ДДП

USD млн, если не указано иное	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П
ЕВІТ	20.5	21.9	30.3	36.1	42.7	50.1
Налоги	-3.1	-3.8	-5.9	-7.7	-10.7	-12.3
ЕВІТ за вычетом налогов	17.4	18.1	24.3	28.4	32.0	37.7
Амортизация	1.9	2.1	2.4	2.6	2.8	3.0
Капитальные затраты	-5.6	-5.5	-5.4	-5.7	-5.9	-6.1
Изменение оборотного капитала	0.9	-0.7	-4.0	-5.2	-5.9	-6.4
Свободный денежный поток без учета заемных средств	14.5	14.0	17.3	20.1	22.9	28.2
WACC	15.7%					
Приведенная стоимость компании (2011П)	186					
Чистый долг (2007П)	5					
Справедливая рыночная капитализация	181					
Количество акций, млн шт.	0.3					
Справедливая стоимость, USD/акцию	563.7					
Текущая стоимость, USD/акцию	40.0					

Источник: оценка Ренессанс Капитала

Таблица 4. Арзамасский приборостроительный завод: основные результаты за январь-сентябрь по РСБУ

USD млн, если не указано иное	9 мес. 2008	9 мес. 2007	9 мес. 2008 к 9 мес. 2007
Выручка	76	81	-5%
Себестоимость реализации	-62	-63	-1%
Валовая прибыль	14	18	-19%
Валовая рентабельность	19%	22%	
Операционная прибыль	14	18	-21%
Операционная рентабельность	18%	22%	
Прибыль до налогообложения	12	16	-27%
Рентабельность по прибыли до налогообложения	16%	20%	
Чистая прибыль	8	12	-35%
Чистая рентабельность	10%	15%	

Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираетельно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости.

Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы.

Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

Рекомендации аналитического департамента РК

Диапазон инвестиционных рейтингов аналитического отдела РК			Диапазон инвестиционных рейтингов по компаниям сектора машиностроения		
Покупка	151	33%	Покупка	6	23%
Держать	76	17%	Держать	12	46%
Продажа	30	7%	Продажа	0	0%
UR	36	8%	UR	3	12%
NR	162	36%	NR	5	19%
	455			26	

Рекомендации по компаниям, являющимся клиентами инвестиционно-банковского департамента*

Диапазон инвестиционных рейтингов аналитического отдела РК			Диапазон инвестиционных рейтингов по компаниям сектора машиностроения		
Покупка	8	62%	Покупка	0	0%
Держать	3	23%	Держать	0	0%
Продажа	1	8%	Продажа	0	0%
UR	1	8%	UR	0	0%
NR	0	0%	NR	0	0%
	13			0	

* Компании, от которых Ренессанс Капитал получил вознаграждение за последние 12 месяцев.

Инвестиционный рейтинг

Инвестиционный рейтинг представляет прогноз РК по совокупной доходности (прогнозное повышение цены и дивидендная доходность на следующие 12 месяцев).

Инвестиционные рейтинги могут быть: Покупка (ожидаемая совокупная доходность в 15% и более); Держать (ожидаемая совокупная доходность 0-15%); Продажа (отрицательная ожидаемая совокупная доходность).

Инвестиционные рейтинги определяются в зависимости от показателей, приведенных выше, или от изменения теоретической цены по акциям. Иногда ожидаемая совокупная доходность выходит за границы приведенных диапазонов в связи с изменением цены или волатильностью. Такое временное отклонение возможно, но должно быть утверждено руководством Аналитического отдела. Ваше решение о Покупке или Продаже ценной бумаги должно основываться на личных инвестиционных целях и должно приниматься только после оценки динамики акций и риска.

Ренессанс Капитал

123317, Москва

Краснопресненская набережная, 18

Тел.: + 7 (495) 258 7777

Факс: + 7 (495) 258 7778

www.rencap.com

Аналитическое управление

Руководитель аналитического управления

Роланд Нэш

+ 7 (495) 258 7916

RNash@rencap.com

Начальник отдела анализа акций

Александр Бурганский

+ 7 (495) 258 7904

ABurgansky@rencap.com

Рынок акций – Россия

Наталья Загвоздина

+ 7 (495) 258 7753

NZagvozdina@rencap.com

Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев

+ 7 (495) 258 7946

AMoiseev@rencap.com

Рынок акций – Украина

Уилфред Уиллвонг

+ 38 (044) 492 7394

WWillwong@rencap.com

Стратегия на рынке акций

+ 7 (495) 258 7916

Роланд Нэш

RNash@rencap.com

Томас Манди

Ованес Оганисян

Банковский сектор

+ 7 (495) 258 7748

Дэвид Нангл

DNangle@rencap.com

Светлана Ковальская

Металлургия

+ 7 (495) 258 7743

Роб Эдвардс

REdwards@rencap.com

Андрей Крупник

Борис Красноженов

Нефть и газ

+ 7 (495) 258 7904

Александр Бурганский

ABurgansky@rencap.com

+ 44 (20) 7367 7741

Елена Савчик

Евгения Дышлюк

Ирина Елиневская

Потребительский сектор

+ 7 (495) 258 7753

Наталья Загвоздина

NZagvozdina@rencap.com

Иван Николаев

Ульяна Типсина

Сектор недвижимости

+ 7 (495) 258 7770 x4959

Алексей Языков

AYazykov@rencap.com

Телекоммуникации

+ 7 (495) 258 7902

Александр Казбеги

AKazbegi@rencap.com

Иван Ким

Дэвид Фергусон

Транспорт и автомобилестроение

+ 7 (495) 662 5607

Пол Роджер

PRoger@rencap.com

Химия и машиностроение

+ 7 (495) 783 5653

Марина Алексеенкова

MAlexeenkova@rencap.com

Ринат Кирдань

Электроэнергетика

+ 44 (20) 7367 7793

Дерек Уивинг

DWeaving@rencap.com

Владимир Скляр

Экономика и политика

+ 7 (495) 258 7703

Екатерина Малофеева

KMalofeeva@rencap.com

Елена Шарипова

Алексей Алехин

Михаил Матыцин

Украинский рынок акций, стратегия

+ 38 (044) 492 7394

Уилфред Уиллвонг

WWillwong@rencap.com

Светлана Дрыгуш

Дмитрий Ануфриев

Рынок акций Средней Азии, стратегия

+ 7 (727) 244-1544

Екатерина Газадзе

Милена Иванова-Вентурини

Бектас Мукажанов

Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке

+ 7 (495) 258 7764

Екатерина Малахова

EMalakhova@rencap.com

Станислав Захаров

Мария Дунаева

Анна Ковтун

Анна Богданова

Рынок долговых обязательств, стратегия

+ 7 (495) 258 7946

Алексей Моисеев

AMoiseev@rencap.com

Николай Подгузов

Валентина Крылова

Анастасия Головач

Олеся Черданцева

Кредитный анализ

+ 7 (495) 258 7789

Петр Гришин

PGrishin@rencap.com

Максим Раскоснов

Андрей Марков

Административная поддержка

+ 7 (495) 725 5216

Юлия Попова

Елена Ломакина

Екатерина Лизунова

Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке

+ 7 (495) 725 5261

Александра Волдман

AWaldman@rencap.com

Патриция Сомервилль

Лорен Мэнди

© 2008 ООО «Ренессанс Капитал – Финансовый Консультант» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.