

## Арзамасский приборостроительный завод В ногу со временем

- Мы представляем новый взгляд на Арзамасский приборостроительный завод (АПЗ) и подтверждаем рекомендацию **ПОКУПКА** по акциям предприятия при теоретической цене **USD804**. АПЗ, монополист по выпуску расходомерического оборудования для авиакосмической отрасли, остается, по нашему мнению, одной из наиболее привлекательных инвестиционных возможностей среди машиностроительных компаний с небольшой капитализацией. С нашей точки зрения, на динамику котировок могут повлиять два значимых события. Во-первых, в финансовой отчетности за прошлый год компания может показать один из самых высоких показателей операционной рентабельности среди российских предприятий сектора (в январе-сентябре 2007 г. операционная рентабельность достигала 22%). Во-вторых, высока вероятность увеличения дивидендных выплат.
- Компания представила хорошие результаты за январь-сентябрь прошлого года. Выручка в отчетном периоде составила USD86.5 млн, а операционная прибыль – USD19 млн (по сравнению с аналогичным периодом 2006 г. показатели выросли на 24% и 29% соответственно). Представленные результаты соответствуют нашим ожиданиям за исключением чистой рентабельности, которая из-за повышения эффективной ставки налога снизилась до 15% против 21% годом ранее. Мы рассчитываем, что по итогам всего прошлого года чистая прибыль окажется выше в результате перерасчета налоговых платежей. В текущем году мы прогнозируем 30%-ное увеличение заказов на выпускаемое компанией оборудование для аэрокосмической отрасли, принимая во внимание наращивание госрасходов на военную технику. Портфель заказов на 2008 г. сформирован полностью.
- При дивидендной доходности текущего года свыше 7% **АПЗ может превзойти свой прошлогодний результат по коэффициенту дивидендных выплат (48%)** и размеру дивидендов на акцию (700 руб. или USD28.6). Выплата значительных дивидендов должна обеспечить новому акционеру – ЗАО «ВПК» – возможность финансирования других проектов (предприятий оборонной промышленности, нуждающихся в инвестициях, доли которых были приобретены ЗАО «ВПК»).

### Основные данные:

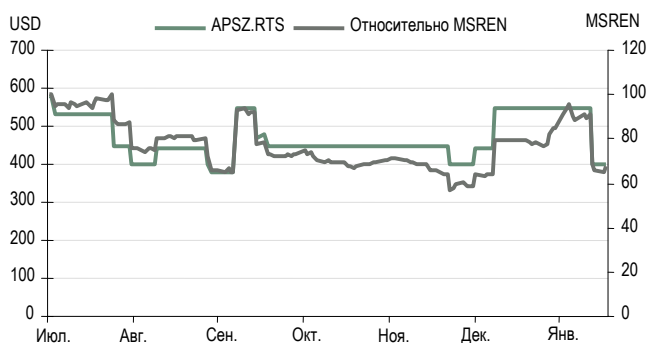
Рекомендация	Покупка
Теор. цена (обыкн.), USD	804
Теор. цена (привил.), USD	-
Текущая цена (обыкн.), USD	400
Текущая цена (привил.), USD	-
Рын. кап., USD млн	128
EV, USD млн	112
Reuters	APSZ.RTS
Bloomberg	APSZ RU Equity
АДР/ГДР	-
АДР/ГДР на обыкн. акцию	-
Обыкн. акции в обращении, млн	0.32
Изменения с макс. уровня за 52 нед.	-27.3%
Дата макс. уровня за 52 нед.	19.09.07
Изменения с мин. уровня за 52 нед.	5.3%
Дата мин. уровня за 52 нед.	28.09.07
	www.oaoapz.com
Акции в свободном обращении, USD млн	37.0
Доля основного акционера	46%
Среднедневной объем торгов, USD млн	0.010
Динамика акций за период:	
1 месяца	-26.61%
3 месяца	-11.11%
12 месяцев	

### 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
2005	72.8	10.5	5.9	18.282	14.4	(1.2)	(1.2)	(0.02)	(0.1)	(0.1)	-	-	(0.030)	1.0
2006	95.8	21.9	16.9	52.533	22.9	(4.2)	(4.2)	(0.04)	(0.3)	(0.2)	-	-	(0.081)	2.5
2007П	124.9	27.0	17.3	53.929	21.6	111.5	(16.9)	0.89	6.5	4.1	7.4	6.8	1.64	2.0
2008П	142.0	33.3	21.7	67.499	23.5	110.9	(17.5)	0.78	5.3	3.3	5.9	5.5	1.25	1.9

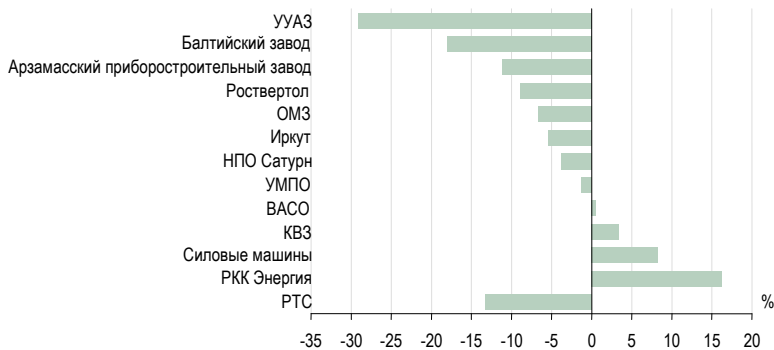
Источник: оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 1. Динамика котировок – 52 недели



Источники: MSCI, Bloomberg

Рисунок 2. Динамика сектора – три месяца



Источники: РТС, Bloomberg

Таблица 1. АПЗ: результаты деятельности за январь-сентябрь 2007 г. по РСБУ

<i>USD млн, если не указано иное</i>	9 мес. 2007	9 мес. 2006	Изменение	2006	2007П	2008П
Выручка	86.5	69.5	24%	95.8	124.9	142.0
Валовая прибыль	19.2	14.9	29%	20.6	25.7	31.9
Валовая рентабельность	22%	21%		22%	21%	22%
Операционная прибыль	19.0	14.7	29%	20.3	25.3	31.5
Операционная рентабельность	22%	21%		21%	20%	22%
Чистая прибыль	12.8	14.7	-13%	16.9	17.3	21.7
Чистая рентабельность	15%	21%		18%	14%	15%

Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

Таблица 2. АПЗ: отчет о прибыли и убытках по РСБУ

<i>USD млн, если не указано иное</i>	2005	2006	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П
Выручка	72.8	95.8	124.9	142.0	167.9	184.2	200.2	219.3
Себестоимость реализации	-63.6	-75.2	-99.1	-110.1	-130.3	-143.5	-156.5	-172.2
Валовая прибыль	9.2	20.6	25.7	31.9	37.6	40.7	43.7	47.2
Общие, коммерческие и административные расходы	-0.3	-0.3	-0.4	-0.5	-0.5	-0.6	-0.6	-0.7
Операционная прибыль	8.9	20.3	25.3	31.5	37.1	40.1	43.0	46.5
ЕБИТДА	10.5	21.9	27.0	33.3	39.1	42.4	45.5	49.2
Рентабельность ЕБИТДА	14%	23%	22%	23%	23%	23%	23%	22%
EV/ЕБИТДА	12.1	5.8	4.7	3.8	3.3	3.0	2.8	2.6
Прибыль до налогообложения	8.0	20.9	23.4	29.2	34.4	37.2	39.8	42.9
Чистая прибыль	5.9	16.9	17.3	21.7	25.5	27.6	29.5	31.8
Чистая рентабельность	8%	18%	14%	15%	15%	15%	15%	14%
P/E	21.9	7.6	7.4	5.9	5.0	4.7	4.4	4.0

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.

### Рекомендации аналитического департамента РК

Диапазон инвестиционных рейтингов аналитического отдела РК		
Покупка	135	33%
Держать	86	21%
Продажа	45	11%
UR	16	4%
NR	132	32%
<b>414</b>		

Диапазон инвестиционных рейтингов по компаниям сектора машиностроения		
Покупка	5	19%
Держать	13	50%
Продажа	0	0%
UR	0	0%
NR	8	31%
<b>26</b>		

### Рекомендации по компаниям, являющимся клиентами инвестиционно-банковского департамента\*

Диапазон инвестиционных рейтингов аналитического отдела РК		
Покупка	9	82%
Держать	2	18%
Продажа	0	0%
UR	0	0%
NR	0	0%
<b>11</b>		

Диапазон инвестиционных рейтингов по компаниям сектора машиностроения		
Покупка	0	0%
Держать	0	0%
Продажа	0	0%
UR	0	0%
NR	0	0%
<b>0</b>		

\* 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**  
125009, Москва  
Вознесенский переулок, 22  
Тел.: + 7 (495) 258 7777  
Факс: + 7 (495) 258 7778  
[www.rencap.com](http://www.rencap.com)

## Аналитическое управление

**Руководитель  
аналитического управления**  
Роланд Нэш  
+ 7 (495) 258 7916  
[Rnash@rencap.com](mailto:Rnash@rencap.com)

**Начальник отдела анализа акций**  
Александр Бурганский  
+ 7 (495) 258 7904  
[Aburgansky@rencap.com](mailto:Aburgansky@rencap.com)

**Начальник отдела анализа  
долговых обязательств**  
Алексей Моисеев  
+ 7 (495) 258 7946  
[Amoisseev@rencap.com](mailto:Amoisseev@rencap.com)

**Заместитель начальника отдела анализа акций**  
Наталья Загвоздина  
+ 7 (495) 258 7753  
[Nzagvozdina@rencap.com](mailto:Nzagvozdina@rencap.com)

**Банковский сектор**  
+ 7 (495) 258 7748  
Дэвид Нангл  
[Dnangle@rencap.com](mailto:Dnangle@rencap.com)  
Светлана Ковальская

**Химия и машиностроение**  
+ 7 (495) 783 5653  
Марина Алексеевкова  
[Malexeeenkova@rencap.com](mailto:Malexeeenkova@rencap.com)  
Ринат Кирдань

**Транспорт и автомобилестроение**  
+ 7 (495) 258 7747  
Эдуард Фаритов  
[Efaritov@rencap.com](mailto:Efaritov@rencap.com)  
Ольга Агеева

**Потребительский сектор**  
+ 7 (495) 258 7753  
Наталья Загвоздина  
[Nzagvozdina@rencap.com](mailto:Nzagvozdina@rencap.com)  
Иван Николаев  
Виктор Дима  
Ульяна Тилсина

**Сектор недвижимости**  
+ 7 (495) 258 7770 x4959  
Алексей Языков  
[Ayazykov@rencap.com](mailto:Ayazykov@rencap.com)

**Стратегия на рынке акций**  
+ 7 (495) 258 7916  
Роланд Нэш  
[Rnash@rencap.com](mailto:Rnash@rencap.com)  
Томас Манди  
Ованес Оганисян

**Металлургия**  
+ 7 (495) 258 7743  
Роб Эдвардс  
[Redwards@rencap.com](mailto:Redwards@rencap.com)  
Юрий Власов

**Нефть и газ**  
+ 44 (20) 7367 7741  
Адам Ландес  
[Alandes@rencap.com](mailto:Alandes@rencap.com)  
+ 7 (495) 258 7904  
Александр Бурганский  
[Aburgansky@rencap.com](mailto:Aburgansky@rencap.com)  
Елена Савчик  
Роман Елагин  
Ирина Елиневская

**Электроэнергетика**  
+ 44 (20) 7367 7777  
Дерек Уивинг  
[Dweaving@rencap.com](mailto:Dweaving@rencap.com)  
Вадим Борохов  
Владимир Скляр  
Сергей Петренко

**Экономика и политика**  
+ 7 (495) 258 7703  
Екатерина Малофеева  
[Kmalofeeva@rencap.com](mailto:Kmalofeeva@rencap.com)  
Елена Шарипова  
Олеся Черданцева  
Игорь Лебединец

**Телекоммуникации**  
+ 7 (495) 258 7902  
Александр Казбеги  
[Akazbegi@rencap.com](mailto:Akazbegi@rencap.com)  
Иван Ким  
Тибор Бокор  
Дэвид Фергусон

**Украинский рынок акций, стратегия**  
+ 7 (495) 258 7703  
Екатерина Малофеева  
[Kmalofeeva@rencap.com](mailto:Kmalofeeva@rencap.com)  
Светлана Дрыгуш  
Юлия Романенко  
Владислав Носик  
Владимир Динул  
Сергей Петренко  
Джеффри Смит

**Редакционно-издательский отдел,  
выпуск на русском языке**  
+ 7 (495) 258 7764  
Екатерина Малахова  
[Emalakhova@rencap.com](mailto:Emalakhova@rencap.com)  
Оксана Бутурлина  
Станислав Захаров  
Мария Дунаева  
Анна Ковтун

**Рынок долговых обязательств, стратегия**  
+ 7 (495) 258 7946  
Алексей Моисеев  
[Amoisseev@rencap.com](mailto:Amoisseev@rencap.com)  
Николай Подгузов  
Татьяна Санникова  
Валентина Крылова  
Анастасия Головач  
Олеся Черданцева  
Мария Рахмеева

**Кредитный анализ**  
+ 7 (495) 258 7789  
Петр Гришин  
[Pgrishin@rencap.com](mailto:Pgrishin@rencap.com)  
Алексей Булгаков  
Максим Раскоснов

**Административная поддержка**  
+ 7 (495) 725 5216  
Ольга Степанова  
[Ostepanova@rencap.com](mailto:Ostepanova@rencap.com)  
Юлия Попова

**Редакционно-издательский отдел,  
выпуск на английском языке**  
+ 7 (495) 725 5261  
Александра Волдман  
[Awaldman@rencap.com](mailto:Awaldman@rencap.com)  
Патриция Сомервиль

© 2008 ЗАО «Ренессанс Капитал» (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 подвергают риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.

ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации:

брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000

дилерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000

депозитарная деятельность - лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100