



Арзамасский приборостроительный завод

Company Report

ПОКУПАТЬ

Целевая цена: \$269

Потенциал роста: 189%

Аналитик: Чесноков Александр
chesnokov@sovlink.ru

Stock data

Ticker	apsz	M.Cap, \$ mn	28.9
Shares Ords '000	321	Free Float, %	25
Shares Pref '000		Free Float, \$ mn	7.25
Bid Ords, \$	88	Offer Ords, \$	99
Bid Prefs, \$	-	Offer Prefs, \$	-

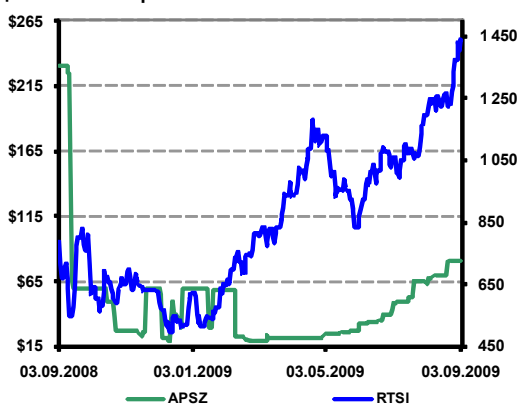
Market performance

	1 month	6 months	12 months
Absolute	18%	182%	-59,3%
Relative to RTSI	4%	154%	-157%
Price range, \$			
High	93,5	93,5	230
Low	79,5	33,15	18,5

Financials, 2009 E

Assets, mn rub	3 225	ROE	12. %
Sales, mn rub	2 982	EV/EBITDA	3.29
Net income, mn rub	217	P/BV	0.48

Динамика котировок



Источник: РТС

Хорошая дивидендная доходность и ожидание роста.

- За последний год компания сильно потеряла в цене – текущая цена ниже весенних максимумов 2008 года на 76%. Но, несмотря на непростую сложившуюся экономическую ситуацию, компания объявила об увеличении портфеля заказов в 2009 году на 30%. В свою очередь из-за нехватки оборотных средств и как следствие - возросшей долговой нагрузке чистая прибыль предприятия по итогам года может снизиться на 30%. Тем не менее, по итогам первого полугодия план руководства по выручке выполнен на 99%, а по прибыли – на 109%.

- Еще осенью 2008 года компания утвердила новую дивидендную политику - на выплату будет направляться не менее 20% от чистой прибыли (в среднем за три последних года компания выплачивала 50%). Прогнозируемые нами дивиденды за 2009 год лежат в диапазоне 200-270 рублей на одну акцию, что соответствует текущей дивидендной доходности в 7-10%.

- В настоящее время политика завода направлена на увеличение доли гражданской продукции (до 50%, по итогам 2008 года - 30%) и поиск новых рынков сбыта. В частности, в июле компанией был подготовлен комплект документов, показывающий возможности завода по разработке и производству изделий для атомной промышленности. В случае получения соответствующего разрешения, завод может рассчитывать на заказы в рамках ФЦП по развитию атомного энергопромышленного комплекса России. Уже сейчас завод поставляет приборы учета на Ленинградскую и Нововоронежскую АЭС, а также в Индию (АЭС “Куданкулам”). Также завод активно участвует в выставках, посвященных приборам ресурсосбережения (как один из результатов – в ближайшее время ожидается крупный заказ из Белгородского региона).

- Наше ожидание роста выручки базируется на продолжении участия завода в программе Газпрома по газификации регионов, реформе ЖКХ (повышение спроса на расходомеры) и росте оборонного заказа, в связи с продолжением реализации государственной программы вооружения 2007-2015 (во II квартале выручка от реализации продукции военного назначения выросла на 14%, по сравнению аналогичным периодом 2008 года).

- По итогам проведенной оценки методом дисконтирования денежных потоков, исходя из довольно консервативного прогноза по росту выручки (среднегеометрический годовой темп прироста за 2009-2013 годы составит 10%), мы присваиваем компании рекомендацию **Покупать** с целевой ценой в **\$269**, оцениваемый потенциал роста составляет **189%**.



Описание компании

Арзамасский приборный завод был создан в 1957 году как предприятие по выпуску датчиков и приборов для авиации. Сегодня завод является одной из ведущих компаний по авиационному приборостроению в России, а также крупным производителем приборов-расходомеров (доля в РФ в 2008 году составляла **15%**, а по счетчикам газа – все **50%**, по производству теплосчетчиков компания планирует в ближайшей перспективе увеличить долю рынка с 1% до **10%**).

Предприятие работает в составе крупных компаний: “Военно-Промышленная Компания” и ОАО “Концерн ПВО “Алмаз-Антей”.

Сегодня завод выпускает:

- Авиационное оборудование (в том числе и для ракет): датчики линейных ускорений, угловых ускорений, сигнализаторы обледенения, системы управления противообледенителями
- Расходомеры: счетчики газа, воды, тепла, система измерения “АЛКО” (используется на линиях розлива ликеро-водочных заводах), другие расходомеры для измерения объема и объемного расхода различных жидких сред (используется в нефтедобывающей промышленности), различные ротаметры и др.
- Систему измерения параметров нефте-водо-газовой смеси “Ультрафлоу” (усовершенствованная модель этой системы сейчас в тестовом режиме эксплуатируется Лукойлом – Уньвинское месторождение, Пермская область)
- Продукцию для автопромышленности
- Различную гидравлическую аппаратуру (гидроклапаны, гидрозамки, пневмоклапаны)
- Медицинскую аппаратуру (стоматологические наконечники, микромоторы для стоматологии и хирургии, анализатор иммунодефицита, озонатор, биоэлектрический стимулятор и др.)

Стоит отметить, что в 2009 году сокращение заказов коснулось только продукции гражданского назначения, во II квартале 2009 года выручка по продукции двойного и специального назначения выросла на **14%** по сравнению с II кварталом 2008 года (965 млн рублей – 81% от совокупной выручки), в то время как выручка от реализации гражданской продукции сократилась на 47%. Мы ожидаем, что с улучшением общей экономической ситуации стоит ожидать увеличения спроса на гражданскую продукцию, тем более руководство завода стремится увеличить ее долю в выручке до 50%. Темы роста выручки от реализации гражданской продукции начали обгонять продукцию военного назначения в 2007 году (37% и 11% соответственно), но экономический кризис резко снизил спрос. Однако в связи с продолжающейся реформой ЖКХ и популяризацией идеи об экономии энергоресурсов будет расти спрос на расходомеры (теплосчетчики, счетчики газа и воды). Компания активно наращивает и производство новой продукции, только за 2008 год освоено и поставлено в серийное производство более 20 новых изделий.

Мультипликаторы АПЗ, оценка на 2009 год, млн рублей

P	S	E	BV	ND	EBITDA
855	2 982	217	1 774	604	478
P/S		P/E		EV/EBITDA	
0,29		3,95		0,48	

Мультипликаторы АПЗ, за июль 2008 - июнь 2009, млн рублей

P	S	E	BV	ND	EBITDA
855	2 220	205	1 802	434	415
P/S		P/E		EV/EBITDA	
0,39		4,18		0,47	



Структура акционеров

Согласно последней отчетности компании доля ВПК сократилась до 17% (еще в апреле 2008 года ВПК контролировала 45,8%). Доли ВПК (28,8%) и Ренессанс Капитала (6,5%) перешли во владение обществ с ограниченной ответственностью "САТЕЛИТ-А" и "Авера" - по 17% у каждого. Однако в текущем совете директоров из 8 членов, по 2 места занимают представители АПЗ и ВПК, 3- Алмаз-Антей и один независимый директор (в прошлом месте работы значится концерн ПВО Алмаз-Антей). Так что, исходя из такого состава совета, мы предполагаем, что завод по-прежнему находится под контролем концерна и ВПК.

Акционеры	Доля АО, %
ЗАО «Военно-промышленная компания»	17,0%
ОАО «Концерн ПВО «Алмаз-Антей»	20,0%
Общество с ограниченной ответственностью «Авера»	17,0%
Общество с ограниченной ответственностью «САТЕЛИТ-А»	16,9%
Всего	70,9%

Мы оцениваем долю бумаг, находящихся в свободном обращении, на уровне 20-25%.

Описание финансовой модели

Для построения модели DCF мы решили придерживаться довольно консервативных прогнозов по росту выручки – среднегодовой рост за 2009-2013гг. составит 10%.

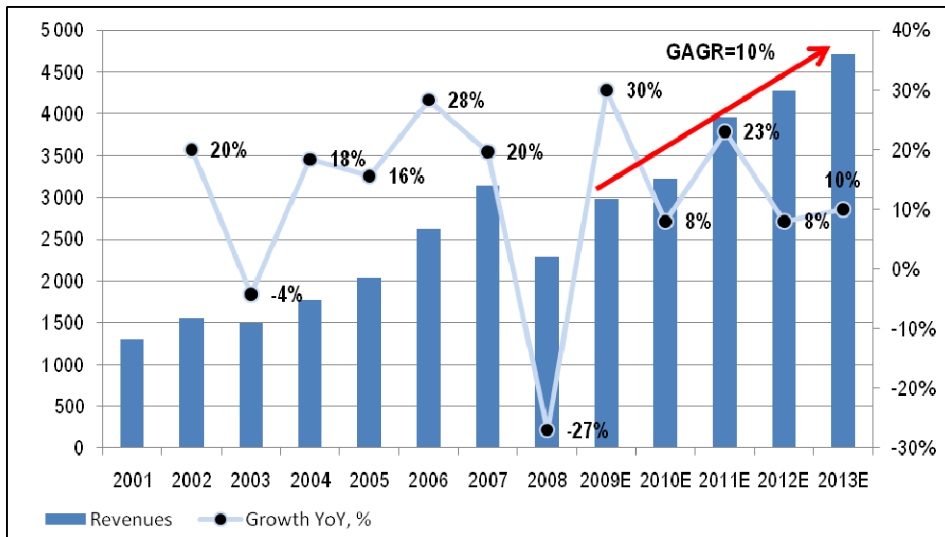
Основные предположения:

- Учитывая заявления руководства, в 2009 году мы допускаем рост на 30%, однако предполагаем, что в последующие годы среднегодовой рост замедлится до 10%
- Высокая текущая дебиторская задолженность снизится уже к следующему году и ее доля в оборотных активах вернется на средний уровень в 50%.
- Краткосрочные заимствования будут снижаться вместе с дебиторской задолженностью, т.к. ее высокий текущий уровень обусловлен только временной нехваткой оборотных средств.

Однако в нашей модели заложено сохранение краткосрочных займов на уровне 2008 года.

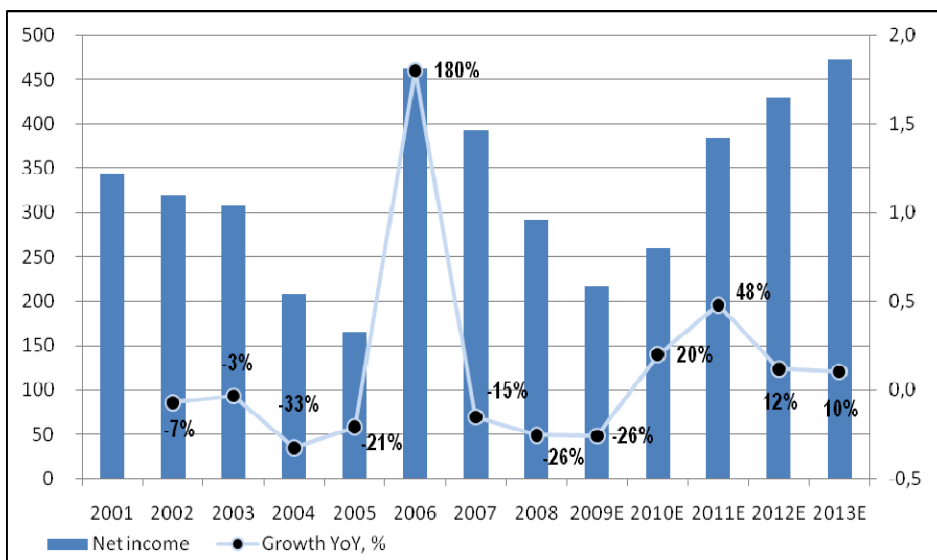


График 1. Динамика выручки (GAGR за 2009-2013 гг. равен 10%)



Источник: СПАРК-ИнтерФакс, оценки Совлинк

График 2. Динамика прибыли



Источник: СПАРК-ИнтерФакс, оценки Совлинк



DCF Summary (mln rub.)

	2009 E	2010 E	2011E	2012 E	2013 E
Revenues	2982	3220	3961	4278	4705
EBIT*(1-t)	262	282	407	440	484
Amortization	133	148	192	198	221
NWC change	-87	-3	-305	-129	-9
CAPEX	-80	-63	-82	-88	-97
FCFF	229	365	212	422	598
NPV	196	269	134	229	278
Terminal value	2 120				
SUM NPV	1 106				
				WACC calculation	
WACC	17%		After-tax cost of debt		15,2%
Terminal growth	3%		Cost of equity		17,0%
Fair EV	3226		<i>Risk-free rate</i>		5,4%
Net Debt	373		<i>Equity risk premium</i>		6,0%
Fair Mcap	2852		<i>Beta</i>		1,1
Ordinary shares outstanding	321 061		<i>Liquidity & corporate governance risk</i>		5,0%
Fair Price per ordinary, \$	269		Debt weight		26,1%
present price, \$	93,00		Equity weight		73,9%
Upside	189%		WACC		16,5%

Источник: Совлинк

Рекомендации по ценным бумагам

STRONG BUY:	Потенциал роста более 25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста более 100%, степень уверенности «низкая»
BUY:	Потенциал роста 15-25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста 25-100%, степень уверенности «низкая»
HOLD:	Потенциал роста менее 15%, степень уверенности «высокая», потенциал роста менее 25%, степень уверенности «низкая»
SELL:	«Справедливая цена» на уровне или ниже текущего курса

ООО СОВЛИНК

Тел.: +7 495 967 1300
Факс: + 7 495 967 1311

**Кремлевская набережная, д. 1, стр. 2,
Москва 119019, Россия**
www.sovlink.ru
research@sovlink.ru

©2009г., ООО «СОВЛИНК». Содержащаяся в настоящей Аналитической Справке информация («Информация») не является рекламой ценных бумаг или рекламой эмитента и не может рассматриваться как таковая. Информация предназначена исключительно для личного пользования клиентов ООО «СОВЛИНК» или иных согласованных с ООО «СОВЛИНК» лиц. Информация не предназначена для граждан США или юридических лиц, зарегистрированных в США. Ничто в настоящей Информации не должно и не может толковаться как информация, предназначенная для неопределенного круга лиц.

Информация носит исключительно ознакомительный/аналитический характер и не может толковаться как рекомендации ООО «СОВЛИНК» по покупке или продаже ценных бумаг. Информация не может служить основанием и на нее нельзя ссылаться при совершении каких-либо действий по осуществлению инвестиций. ООО «СОВЛИНК» не несет ответственности за действия, осуществленные на основе Информации. Настоящая Аналитическая Справка не содержит оферты или предложения делать оферту на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг, опционов, фьючерсов или иных деривативов, имеющих в качестве базового актива такие ценные бумаги.

Настоящая Аналитическая Справка не учитывает специфику инвестиционных целей, финансовой ситуации и частных интересов какого-либо лица, которое может получить настоящую Аналитическую Справку. Инвесторам следует обращаться за получением финансовых консультаций по вопросам целесообразности осуществления инвестиций в какие-либо ценные бумаги, указанные в настоящей Аналитической Справке, им также следует осознавать, что заявления в отношении будущих планов могут не реализоваться. Инвесторам следует иметь в виду, что доход от таких ценных бумаг, если таковой имеется, может изменяться, и что цена или стоимость любой ценной бумаги может увеличиваться или уменьшаться. В силу этого инвесторы могут в итоге получить меньше, чем они первоначально инвестировали. Прошлые показатели деятельности не обязательно определяют будущие показатели деятельности. Курсы обмена валют могут негативно повлиять на цену, стоимость или доход на любую ценную бумагу, указанную в настоящей Аналитической Справке. Пожалуйста, обратите внимание на то, что инвестиционная деятельность на развивающихся рынках отличается высокой степенью риска, и инвесторы обязаны проводить свои собственные исследования перед тем, как принимать инвестиционные решения.

Лица, подготовившие данную Аналитическую Справку, или ООО «СОВЛИНК» могут держать как короткие, так и длинные позиции по любым, упоминавшимся в данной Аналитической Справке ценным бумагам, а также могут принимать участие в инвестиционной деятельности упоминавшихся в данной Аналитической Справке компаний.

При подготовке настоящей Аналитической Справки лицо(а), подготовившее данную Аналитическую Справку, исходило из того, что упомянутые в настоящей Аналитической Справке эмитенты раскрывают информацию в объеме и порядке, которые предусмотрены законодательством Российской Федерации о ценных бумагах для эмитентов, публично размещающих ценные бумаги.

Данная Аналитическая Справка и Информация основаны исключительно на общедоступной информации, которая представляется надежной, однако ООО «СОВЛИНК» не дает никакой гарантии того, что эта информация является точной или полной, а потому не следует полагаться на нее как на точную или полную. ООО «СОВЛИНК» не дает никакой гарантии ни относительно того, что все читатели получают эту Аналитическую Справку одновременно, ни относительно того, что ООО «СОВЛИНК» будет обновлять данный материал на регулярной основе, а также исправлять неточности, содержащиеся в данной Аналитической Справке.