

### ПКО Теплообменник: ставка на сильные финансовые результаты и огромный cash

Евгений Буланов  
Тел.: +7 (495) 660-14-37 (доб. 122)  
bulanov@gazfin.ru

Мы начинаем анализ акций ПКО Теплообменник и рекомендуем их ПОКУПАТЬ. ПКО Теплообменник – ведущее предприятие России в области разработки и производства авиационных систем кондиционирования. Компания разрабатывает и производит широкую номенклатуру авиационных изделий на новые поколения гражданских (Super Jet 100) и военных (Т-50, Су-35) самолетов. Изделия Теплообменника установлены практически на всех отечественных летательных аппаратах. Компания также разрабатывает и выпускает продукцию теплотехнического назначения для автотракторной, газовой промышленности, железнодорожного транспорта. В 2010 г. доля авиационной продукции в выручке превышала 85%.

До середины 2010 г. компания, являясь важным поставщиком компонентов для нужд ВПК, входила в список стратегических акционерных обществ. Указом Президента от 18 июня 2010 г. ПКО Теплообменник был исключен из списка стратегических предприятий (в соответствии с указом, в целом число стратегических акционерных обществ уменьшилось с 208 до 41).

В связи с ростом производства авиационной техники выручка ПКО Теплообменник за период 2005-2010 гг. выросла на 71%, а чистая прибыль увеличилась за этот период на 287%. Финансовые результаты за 2010 г. стали лучшими в истории компании: выручка составила 1.89 млрд. руб., операционная прибыль – 507 млн. руб., а чистая прибыль – 361 млн. руб. Показатель EPS (прибыль на 1 акцию) по итогам 2010 г. составил 559 руб./акция. Позитивная динамика показателей продолжилась и в первом квартале 2011 г.

Теплообменник имеет устойчивое финансовое положение: кредитные ресурсы для развития компании не привлекаются, а сумма краткосрочных финансовых вложений и денежных средств превышает 724 млн. руб. По причине получения стабильно высокой прибыли и небольших дивидендных выплат чистые активы к концу марта 2011 г. выросли до 2.225 млрд. руб. (3,440 руб. на 1 акцию).

Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ акции ПКО Теплообменник с целевой ценой \$178.

Операционная прибыль в первом квартале 2011 г. выросла на 76%. По итогам первого квартала 2011 г., который традиционно является одним из самых слабых в году, выручка и чистая прибыль ПКО Теплообменник выросли на 37%, а операционная прибыль – на 76%, достигнув 100 млн. руб. Принимая во внимание ожидаемый рост производства авиатехники, мы полагаем, что по итогам 2011 г. выручка компании может превысить 2.2 млрд. руб., а чистая прибыль – 400 млн. руб.

#### Финансовые результаты за последние 12 кварталов, РСБУ (млн. руб.)

|                  | 2 кв. 2008 | 3 кв. 2008 | 4 кв. 2008 | 1 кв. 2009 | 2 кв. 2009 | 3 кв. 2009 | 4 кв. 2009 | 1 кв. 2010 | 2 кв. 2010 | 3 кв. 2010 | 4 кв. 2010 | 1 кв. 2011 | Y-o-Y % |
|------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|---------|
| Выручка          | 435        | 369        | 508        | 306        | 352        | 369        | 485        | 318        | 383        | 437        | 752        | 437        | +37     |
| Себестоимость    | 352        | 288        | 351        | 263        | 258        | 286        | 388        | 260        | 289        | 331        | 489        | 333        | +28     |
| Валовая прибыль  | 83         | 81         | 157        | 43         | 94         | 82         | 97         | 58         | 94         | 106        | 263        | 104        | +79     |
| Операц. прибыль  | 80         | 76         | 153        | 41         | 91         | 77         | 91         | 57         | 91         | 102        | 257        | 100        | +76     |
| % к получению    | 3          | 3          | 4          | 5          | 4          | 3          | 5          | 9          | 7          | 6          | 8          | 7          | -18     |
| Приб. до налогов | 70         | 60         | 158        | 45         | 91         | 54         | 83         | 46         | 88         | 100        | 223        | 69         | +48     |
| Чистая прибыль   | 53         | 40         | 113        | 34         | 71         | 40         | 63         | 35         | 75         | 78         | 172        | 48         | +37     |
| EPS (руб.)       | 81.7       | 61.2       | 175.1      | 52.5       | 109.0      | 61.6       | 97.6       | 54.4       | 116.3      | 121.3      | 266.6      | 74.5       | +37     |
| Опер. рентаб., % | 18.3       | 20.6       | 30.0       | 13.3       | 25.9       | 21.0       | 18.8       | 18.0       | 23.7       | 23.4       | 34.2       | 23.0       | +5 п.п. |
| Чист. рентаб., % | 12.2       | 10.7       | 22.3       | 11.1       | 20.0       | 10.8       | 13.0       | 11.1       | 19.7       | 18.0       | 22.9       | 11.0       |         |

Источник: Компания, расчеты ИК Газфинтраст

Текущая капитализация компании меньше имеющихся у нее денежных средств на 70-75 млн. руб. За последние годы Теплообменник накопил значительную денежную подушку, которая на конец марта составила 724 млн. руб. (в форме депозитов и денежных средств). Отметим, что в 2010 г. компания получила свыше 30 млн. руб. процентов от размещения денежных средств на депозитах.

После недавнего снижения цены акций до \$35.50 (1,000 руб.) за 1 штуку текущая капитализация компании в \$23 млн. (650 млн. руб.) оказалась значительно меньше имеющихся у нее денежных средств.

Чистые активы к концу 2012 г. могут достигнуть суммы в 3 млрд. руб. (4,637 руб. на 1 акцию). Мы считаем, что стабильная прибыльность ПКО Теплообменник позволит ему к концу 2012 г. увеличить чистые активы до 3 млрд. руб. (4,637 руб. на 1 акцию), что в разы больше текущей стоимости акций (1,000 руб. за 1 акцию).

| ПКО Теплообменник    |          |
|----------------------|----------|
| Код Bloomberg        | TOBM RU  |
| Рекомендация         | ПОКУПАТЬ |
| Текущая цена АО*     | \$35.50  |
| Целевая цена АО      | \$178.00 |
| Потенциал            | 401%     |
| Free float (\$ млн.) | 5.49     |

\*цена продажи в RTS Board по состоянию на 27.05.2011

#### Инвестиционные характеристики

Компания является разработчиком и производителем авиационной продукции (в основном систем кондиционирования) для всех типов самолетов и вертолетов

По итогам 2010 г. при выручке в 1.89 млрд. руб., компания заработала 361 млн. руб. чистой прибыли P/E 2010 – 1.97, P/E 2011П – 1.54

Доля экспорта в выручке – 4-5%

Депозиты и ден. средства на балансе в сумме 724 млн. руб. превышают текущую капитализацию компании

Дивидендные выплаты незначительны

Чистые активы превышают 2.225 млрд. руб.

Численность сотрудников – 2,100 чел.

Более 50% сотрудников имеют высшее и среднее профессиональное образование

Средняя зарплата в 2010 г. – 20,000 руб.

#### Катализаторы роста акций

Значительное улучшение фин. показателей в 2011 г.

| Структура капитала    |         |
|-----------------------|---------|
| Текущая цена АО (\$)* | 35.50   |
| Кол-во акций АО       | 646 895 |
| МСАП (\$ млн.)        | 23.0    |
| Чистый долг (\$ млн.) | -25.0   |
| EV (\$ млн.)          | -2.0    |

\*цена продажи в RTS Board по состоянию на 27.05.2011

| Структура акционеров (%)*               |  | УК   |
|---|--|------|
| Тятынский Виктор Викторович (ген. дир.) |  | 31.3 |
| Росимуществу                            |  | 25.0 |
| ЗАО Мега менеджмент                     |  | 19.8 |
| Прочие                                  |  | 23.9 |

\*общее количество акционеров – 1 530

| Важнейшие показатели     |       |       |       |       |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|
|                          | 2008  | 2009  | 2010  | 2011П |
| Выручка (\$ млн.)        | 66.0  | 48.7  | 60.9  | 76.2  |
| P/S                      | 0.35  | 0.47  | 0.38  | 0.30  |
| EV/S                     | отр.  | отр.  | отр.  | отр.  |
| EBITDA (\$ млн.)         | 16.6  | 11.3  | 17.8  | 22.5  |
| EV/EBITDA                | отр.  | отр.  | отр.  | отр.  |
| Чист. приб. (\$ млн.)    | 9.48  | 6.69  | 11.66 | 14.94 |
| EPS (\$)                 | 14.66 | 10.35 | 18.02 | 23.10 |
| P/E                      | 2.42  | 3.43  | 1.97  | 1.54  |
| Dividends (\$)           | 0.06  | 0.05  | 0.07  | -     |
| Div. Yield (%)           | 0.2   | 0.1   | 0.2   | -     |
| Рент по опер. приб. (%)  | 22    | 20    | 27    | 27    |
| Рент. по EBITDA (%)      | 25    | 23    | 29    | 30    |
| Рент. по чист. приб. (%) | 14    | 14    | 19    | 20    |

Источник: оценки ИК Газфинтраст

| Динамика финансовых показателей (млн. руб.) |       |       |        |         |         |        |
|---|-------|-------|--------|---------|---------|--------|
|   | 2009  | 2010  | Изм. % | 1 кв.10 | 1 кв.11 | Изм. % |
| Выручка                                     | 1 511 | 1 889 | +25    | 318     | 437     | +37    |
| Опер. приб.                                 | 300   | 507   | +69    | 57      | 100     | +76    |
| Чист. приб.                                 | 207   | 361   | +74    | 35      | 48      | +37    |
| EPS (руб.)                                  | 320.7 | 558.6 | +74    | 54.4    | 74.5    | +37    |

Источник: Компания, расчеты ИК Газфинтраст

| Адрес в интернете   |  |
|---|--|
| <a href="http://www.stat-teplo.nnov.ru">http://www.stat-teplo.nnov.ru</a> |  |
| <a href="http://www.teploobmennik.ru">http://www.teploobmennik.ru</a>     |  |

**В ближайшие годы ПКО Теплообменник будет иметь значительный портфель заказов на свою продукцию.** В недавнем интервью Президент Объединенной авиастроительной корпорации (ОАК) Михаил Погосян заявил, что корпорация намерена в ближайшие 15 лет радикально изменить структуру производства самолетов, сделав упор на гражданскую авиатехнику и к 2015 г. планирует удвоить выручку с сегодняшних \$5.6 млрд. до \$12-14 млрд. в год. В 2011 г. ОАК планирует произвести 30 гражданских самолетов по сравнению с 7 – в 2010 г. В настоящее время заключено большое количество контрактов с Минобороны в связи с тем, что сейчас идет резкое выбывание парка военных самолетов, которые были произведены в 1980-х годах. Кроме того, большой объем поставок самолетов Ил-76 и Ан-70 предусмотрен в государственной программе вооружений в военно-транспортном сегменте. Глава ОАК отметил также, что программа "Сухой Суперджет-100" (SSJ-100) находится в стадии перехода к серийному производству. В 2011 г. планируется произвести 14 самолетов SSJ-100, в 2012 г. – 25, в дальнейшем предполагается выйти на выпуск 60-70 лайнеров ежегодно.

В целом, наиболее перспективные проекты ОАК на период до 2025 г.: в гражданском авиастроении – SSJ-100 и MC-21; в военном самолетостроении – ПАК ФА (Т-50), Су-34, Су-35, МиГ-29К/КУБ, Су-30МКИ, Як-130; в транспортной авиации - Ил-76, российско-украинский Ан-70, совместный российско-индийский самолет МТА и легкий военно-транспортный самолет.

Мы полагаем, что рост производства гражданских самолетов и необходимость кардинального обновления парка военных самолетов в среднесрочной перспективе приведут к значительному росту заказов и, соответственно, финансовых результатов ПКО Теплообменник.

#### **Инвестиционное заключение**

Мы считаем, что акции ПКО Теплообменник существенно недооценены.

Компания обладает хорошими перспективами роста, имеет огромную денежную подушку, превышающую капитализацию, а чистые активы в разы больше текущей стоимости акций.

При этом в настоящее время мы не видим драйверов роста акций, за исключением их явной фундаментальной недооценки и считаем, что они могут быть интересны только для долгосрочных инвесторов. В качестве ориентира для определения индикативной целевой цены мы использовали значение EV/EBITDA 2011П равное 4. В таком случае наша целевая цена акций компании составляет \$178, а потенциал роста – 401%.

## Контактная информация

### Торгово-аналитический департамент

Москва

Тел.: +7 (495) 660-14-37, 660-14-38

Алексей Ермолов

[129@gazfin.ru](mailto:129@gazfin.ru)

Руководитель департамента

Аналитик

Евгений Буланов

[bulanov@gazfin.ru](mailto:bulanov@gazfin.ru)

Треjder

Николай Тюгаев

[128@gazfin.ru](mailto:128@gazfin.ru)

Треjder

Кирилл Вязовиченко

[127@gazfin.ru](mailto:127@gazfin.ru)

### Недавние публикации ГФТ

| Название  | Тикер | Дата выпуска |
|---|-------|--------------|
| Воркутауголь: в начале года компания улучшила рентабельность и рассчиталась с долгами | voug  | 23.05.2011   |
| Уральская кузница: бодрое начало финансового года                                     | urkz  | 18.05.2011   |
| Смоленскнефтепродукт: за 2010 год акционеры получают рекордные дивиденды              | smnfp | 11.05.2011   |
| Воркутауголь: самая дешевая угольная компания в России?                               | voug  | 26.04.2011   |
| Южный Кузбасс: в 2010 году получена рекордная чистая прибыль – 10.82 млрд. руб.       | UKUZ  | 11.03.2011   |
| Уральская кузница: отличный фин. результат по итогам четвертого квартала 2010 г.      | urkz  | 05.03.2011   |
| Южный Кузбасс: ставка на рост цен на уголь из-за ливневых дождей в Австралии          | UKUZ  | 11.01.2011   |
| Уральская кузница: постоянно растущий денежный мешок группы Мечел                     | urkz  | 22.11.2010   |
| Московская теплосетевая компания: компания нужна Газпрому                             | MSSV  | 16.11.2010   |
| Смоленскнефтепродукт: третий квартал 2010 г. принес рекордную прибыль                 | smnf  | 03.11.2010   |
| ТрансКредитБанк: слабость акций нужно использовать для покупки                        | TCBN  | 07.09.2010   |
| Гайский ГОК: неплохая ставка на дефицит медной руды                                   | ggok  | 07.09.2010   |
| Михайловский ГОК: уникальная ресурсная база и рекордная рентабельность                | mgok  | 25.08.2010   |
| Коршуновский ГОК: финансы комбината вышли из кризиса, а капитализация - нет           | KOGK  | 29.07.2010   |
| Московский НПЗ: завод стал центром прибыли нефтяной компании Sibir Energy?            | mnpzp | 20.07.2010   |
| НК Роснефть-Алтайнефтепродукт: дешевый продавец топлива                               | alnp  | 30.06.2010   |
| Краснодаргоргаз: в 2009 г. увеличил чистую прибыль на 218% до 291 млн. руб.           | krhg  | 04.06.2010   |
| Ростовоблгаз: в первом квартале 2010 г. увеличил чистую прибыль на 49%                | rtbg  | 18.05.2010   |
| Нижегородоблгаз: в первом квартале 2010 г. увеличил чистую прибыль на 21%             | nnog  | 17.05.2010   |
| НК Роснефть-Смоленскнефтепродукт: в первом квартале выручка выросла на 26%            | smnf  | 06.05.2010   |
| ХК Электрозавод: растущий энергомашиностроительный гигант                             | hkez  | 25.02.2010   |
| Ростовоблгаз: забытый инвесторами фундаментально сильный облгаз                       | rtbg  | 02.02.2010   |
| Коршуновский ГОК: акции могут вырасти вместе с ценами на железную руду                | KOGK  | 19.01.2010   |
| НК Роснефть-Смоленскнефтепродукт: ставка на дивиденды по префам                       | smnfp | 20.11.2009   |
| Обьнефтегазгеология: быстрорастущая дочка Славнефти                                   | obne  | 18.11.2009   |
| Ярославский радиозавод: ставка на высокие дивиденды по префам                         | yarzp | 21.10.2009   |
| Нижегородоблгаз: ставка на cash и рост тарифов на газ                                 | nnog  | 19.10.2009   |

Настоящий обзор преследует исключительно информационные цели. Информация и мнения, содержащиеся в настоящем аналитическом документе опубликованы исключительно в информационных целях и не могут рассматриваться как предложение купить или продать упомянутые в нем ценные бумаги и другие финансовые инструменты, а также не имеют целью побудить к совершению таких сделок.

Содержащаяся в настоящем документе информация и мнения основаны на данных, полученных из предположительно достоверных и добросовестных источников, однако ИК Газфинтраст не дает никаких гарантий или поручительств, выраженных или косвенных, в отношении точности, полноты, актуальности или достоверности такой информации. Любые мнения или оценки, содержащиеся в данном обзоре, являются частным суждением специалистов компании.

Настоящий обзор не является рекламой или предложением ценных бумаг или услуг по доверительному управлению на рынке ценных бумаг в Российской Федерации или в любой другой юрисдикции. Изложенная здесь информация не может восприниматься как предложение таких услуг, при этом ни настоящий обзор, ни какая-либо ее часть не представляют собой и не могут восприниматься как основание возникновения какого-либо договора или обязательства.