

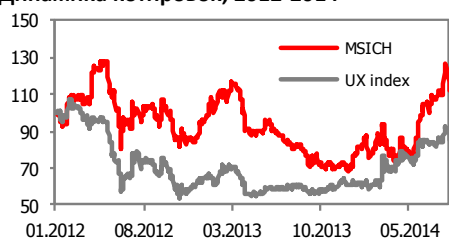
МОТОР СИЧ (MSICH)

Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Текущая цена, грн	2 496
Целевая цена, грн	6 440
Потенциал	158%

Данные эмитента	
Отрасль	Авиастроение
Кол-во акций, млн шт	2,08
Стоимость компании, млн грн	4 991
Капитализация, млн грн	5 847
Free float, %	24%

Multiples			
	2013	2014F	2015F
P/E	2,6	1,6	1,7
EV/EBITDA	0,8	0,9	1,1

Динамика котировок, 2012-2014



ПОСТАВКИ В РОССИЮ НА ГРАНИ ФОЛА

▲ **Лидер СНГ в двигателестроении.** Мотор Сич – это крупнейшее в СНГ предприятие по выпуску авиадвигателей для самолетов, вертолетов и крылатых ракет. Помимо основной деятельности, связанной с авиастроением, предприятие также находит применение своим двигателям в газоперекачивающих агрегатах и газозаправочных станциях. Двигателями производства Мотор Сич оснащены порядка 80% всех вертолетов, произведенных в России, региональные самолеты Ан-140, Ан-148 и Ан-158, транспортные самолеты Ан-124 («Руслан»), Ан-225 («Мрия»), Ан-26 и перспективный Ан-70, специализированные самолеты Бе-200, учебно-боевые самолеты Як-130 и L-15, а также ряд тактических ракет. За последние три года на базе компании было сформировано вертолетное конструкторское бюро, которое проектирует вертолеты малого и среднего размера с использованием двигателей Мотор Сич. Кроме того компания занимается ремоторизацией вертолетов Ми-2 и Ми-8 на своих производственных площадках в Запорожье, Виннице и Орше (Беларусь). Порядка 70% продукции компании отправляется в Россию. Среди других крупных заказчиков – Китай и Индия.

▲ **Риск импортозамещения.** Конфликт между Украиной и Россией на момент 1П14 не сказался на поставках Мотор Сич. В правительстве с апреля грозились прекратить поставки продукции военного, а затем и двойного назначения в Россию, что затронуло бы до 50% оборота компании. Однако на данный момент никаких конкретных указаний заводу не поступало. Сложность заключается помимо всего прочего и в составлении списка запрещенных товаров, ведь Мотор Сич, зачастую, поставляет в Россию не целые двигатели, а агрегаты, которые могут составлять до 70% мотора. Но если двигатель легко вписать в список, то все запчасти намного сложнее. Если же запрет обретет конкретные формы, в России будет активизирована программа импортозамещения, что поставит под угрозу поставки не только военного, но и гражданского назначения. На данный момент худший сценарий представляет умеренный риск, так как Россия не обладает необходимыми производственными мощностями, а в некоторых случаях и технологиями, чтобы полностью заменить Мотор Сич.

▲ **Рост рентабельности на фоне девальвации.** Мотор Сич отправляет на экспорт более 90% своей продукции, но при этом значительная часть затрат деноминирована в гривне. Такая асимметрия позволяет компании улучшать финансовые результаты во время девальвации. Так в 1П2014 чистая прибыль увеличилась на 48% г/г до \$149 млн. Рентабельность EBITDA выросла на 18пп до 46%. В этом году компания намерена сохранить уровень продаж выше \$1 млрд и при этом может установить новый рекорд по прибыли. Однако полноценный запрет на поставку продукции в Россию во втором полугодии может поломать эти планы.

▲ **Новые рынки в Европе.** Мотор Сич пытается продвигать свои двигатели в Польше и Австрии. На данный момент компания заинтересована в использовании своего перспективного двигателя MS-500B на польских вертолетах. Также планируется поставить двигатель MS-14 на новый австрийский малоразмерный самолет. Потенциальные поставки пока слишком малы и несравнимы с потерей российского рынка.

▲ **Рекомендация.** Мы подтверждаем рекомендацию ПОКУПАТЬ акции Мотор Сич с целевой ценой на 12м в размере \$560 (6 440 грн). Наша оценка основывается на сочетании ДДП и сравнительного анализа.