

ВСМПО-Ависма (VSMO RX)**Приход нового мажоритария может повысить инвестиционную привлекательность компании**

Во вторник 27 ноября стало известно о том, что ГК «Ростехнологии» продает 45,42% корпорации ВСМПО-Ависма (VSMO RX) компании Nordcom, представляющей интересы менеджмента ВСМПО и Газпромбанка. Кроме того, на Nordcom также переведут 4,6% акций ВСМПО, приобретенных ранее менеджментом на рынке, вместе с которыми у СП будет 50%+1 акция в корпорации. Мы позитивно оцениваем приход нового мажоритарного акционера. Мы полагаем, что в будущем это может привести к повышению прозрачности ВСМПО, что повлечет за собой увеличение интереса к бумаге со стороны иностранных инвесторов и росту капитализации. Мы провели экспресс-анализ инвестиционной привлекательности акций ВСМПО по методу сравнения с иностранными аналогами. Согласно нашим расчетам, ценовой ориентир 1 акции компании составляет \$243, что подразумевает потенциал, равный 40%.

Два сценария для инвестора: долгосрочный и спекулятивный. По нашему мнению, существует два возможных сценария инвестирования в акции ВСМПО: стратегический (долгосрочный) и спекулятивный. Согласно первому сценарию, мы считаем целесообразным заходить в бумагу на текущих уровнях (~5 400 рублей или \$174 за акцию) с горизонтом от 1 года. В данном случае ставка делается на постепенную минимизацию рисков, присущих компании (повышение прозрачности, регулярная публикация отчетности по МСФО, снижение доли государства в акционерном капитале) и плавный рост капитализации. Спекулятивный сценарий подразумевает вход в бумагу по цене ниже 5 100 рублей (~\$165) и выход при приближении котировок к отметке 5 738 рублей (\$185), т.е. к цене сделки между ГК «Ростехнологии» и Nordcom. Необходимо уточнить, что значение, близкое к 5 100 руб. (средневзвешенная цена за 6 месяцев), вероятнее всего, будет выбрано новыми мажоритарными акционерами, как цена оферты, которая может быть направлена миноритариям в соответствии с действующим федеральным законом «Об акционерных обществах».

	Стратегический сценарий	Спекулятивный сценарий
Цена входа		
руб.	5 400	5 100
\$	174	165
Цена выхода		
руб.	7 528	5 738
\$	243	185
Потенциал роста, %	40%	12%

Источник: Интерфакс, расчеты компании «Московские партнеры»

Московские Партнеры

Параметры сделки: ВСМПО оценили в \$185 за акцию. По сообщениям СМИ, сумма сделки составила \$970 млн. Это означает, что покупатели оценили ВСМПО в \$2 136 млн или \$185 (около 5 740 рублей) за акцию. На момент закрытия торгов на ММВБ 27 ноября 2012 г. бумага стоила \$174 (около 5 400 рублей). Таким образом, потенциал роста до цены покупки на данный момент составляет 6,3%.

Параметры сделки	
Сумма сделки, \$ млн	970
Объем	
%	45,42%
акций	5 236 716
Цена за 1 акцию	
\$	185
руб.	5 738
% к закрытию 27/11/2012	6,3%

Источник: Интерфакс, расчеты компании «Московские партнеры»

Приход нового мажоритарного акционера может повысить привлекательность ВСМПО. Мы позитивно оцениваем данную сделку для ВСМПО и ее акционеров. Новые мажоритарии могут быть заинтересованы в повышении инвестиционной привлекательности компании, что, в свою очередь, может привести к повышению уровня прозрачности самой корпорации. Это может стать катализатором роста интереса к акциям ВСМПО со стороны крупных иностранных инвесторов.

Появилась вероятность роста дивидендов. Мы полагаем, что ВСМПО может увеличить дивидендные выплаты в ближайшие годы. Как стало известно, Nordcom в рамках сделки возьмет на себя обслуживание кредита компании от Сбербанка на \$495 млн со всеми обязательствами. Мы предполагаем, что новые акционеры будут использовать дивидендные выплаты ВСМПО для того, чтобы рассчитаться по этому кредиту. Напомним, что ранее ВСМПО не отличалась щедростью при определении дивидендных выплат. За 2011 г. компания выплатила 26,52 рубля на акцию (доходность – 0,71%, доля от чистой прибыли – 5%).

Финансовые результаты: улучшение в 2012 г. В текущем году ВСМПО, судя по промежуточным показателям, может существенно улучшить свои финансовые результаты по РСБУ. Так, выручка компании может вырасти на 21% и превысить \$1 200 млн, в основном, благодаря увеличению выпуска титановой продукции (на 27% до 31,3 тыс. т титана год к году). По нашим ожиданиям, операционная прибыль компании может достигнуть \$318 млн (+64% год к году), а чистая прибыль – удвоиться до \$239 млн.

Основные финансовые показатели ВСМПО-Ависма по РСБУ, \$ млн

	2012П	2011	Изменение г/г (%)
Выручка	1 256	1 034	21%
Операционная прибыль	318	194	64%
Чистая прибыль	239	104	130%
ЕВITDA	385	265	45%
Операционная рентабельность	25%	19%	+6 пп
Чистая рентабельность	19%	10%	+9 пп
Рентабельность ЕВITDA	31%	26%	+5 пп

Источник: Интерфакс, расчеты компании «Московские партнеры»

Отметим, что корпорация в последние годы не публиковала отчетность по МСФО (в последний раз – за 2009 год), что существенно усложняет анализ финансового состояния компании и ее инвестиционной привлекательности. Мы не исключаем, что появление нового мажоритарного акционера будет импульсом к началу более регулярных публикаций.

Ценовой ориентир акций ВСМПО составляет \$174 (7 536 рубля). Мы провели экспресс-оценку ВСМПО-Ависма, применив метод сравнения мультипликаторов компании с аналогами, в числе которых – крупные мировые производители титана.

Сравнение ВСМПО с компаниями-аналогами (\$ млн)

	Тикер	Мсар	EV	P/E`2012	EV/ЕВITDA`2012	EV/Output`2012
RTI Metals	RTI US	739	858	34,4	9,8	110
Allegheny Technologies	ATI US	2 812	4 113	16,3	7,2	324
Titanium Metals	TIE US	2 899	2 915	27,9	13,4	182
Osaka Titanium Technologies	5726 JT	788	1 603	35,8	7,5	40
Median				31,1	8,6	146
VSMO	VSMO RX	2 047	2 554	9,0	6,9	82

Источник: Интерфакс, расчеты компании «Московские партнеры»

Мы сравнили ВСМПО с аналогами по 3 рыночным мультипликаторам: EV/ЕВITDA, EV/Output и P/E`2012. По нашему мнению, в данном случае наиболее релевантны коэффициенты EV/ЕВITDA и EV/Output, поэтому мы присвоили им более высокие веса, чем мультипликатору P/E. Кроме того, мы применили дисконт для оценки ВСМПО-Ависма в размере 25%, учитывая низкую ликвидность бумаг компании, а также использование в оценке финансовых показателей по РСБУ. В результате мы подсчитали, что ценовой ориентир 1 обыкновенной акции компании составляет **\$234 (7 536 рублей), что на 40% выше цены закрытия на 28.11.2012.**

Московские Партнеры

Расчет ценового ориентира ВСМПО, \$ млн

	Оценка капитализации	Вес
по P/E	7 067	10%
по EV/EBITDA	2 676	45%
по EV/Output	4 065	45%
Расчетная капитализация, \$ млн	3 740	
за акцию, \$	324	
дисконт	25%	
Итоговый ценовой ориентир, \$	243	
Текущая цена, \$	174	
Потенциал роста	40%	

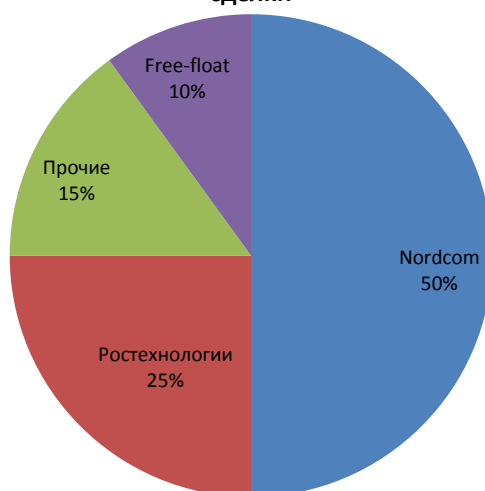
Источник: Интерфакс, расчеты компании «Московские партнеры»

Краткие сведения о корпорации ВСМПО-Ависма

ВСМПО является единственным российским и крупнейшим производителем титана в мире: доля компании в общемировом выпуске титановой продукции составляет около 30%. Корпорация является вертикально интегрированным холдингом, полностью обеспечивающим производство основной продукции ключевым сырьем – титановой губкой. Ведущие мировые самолетостроительные компании Boeing и Airbus порядка 50% потребности в титане удовлетворяют за счет ВСМПО.

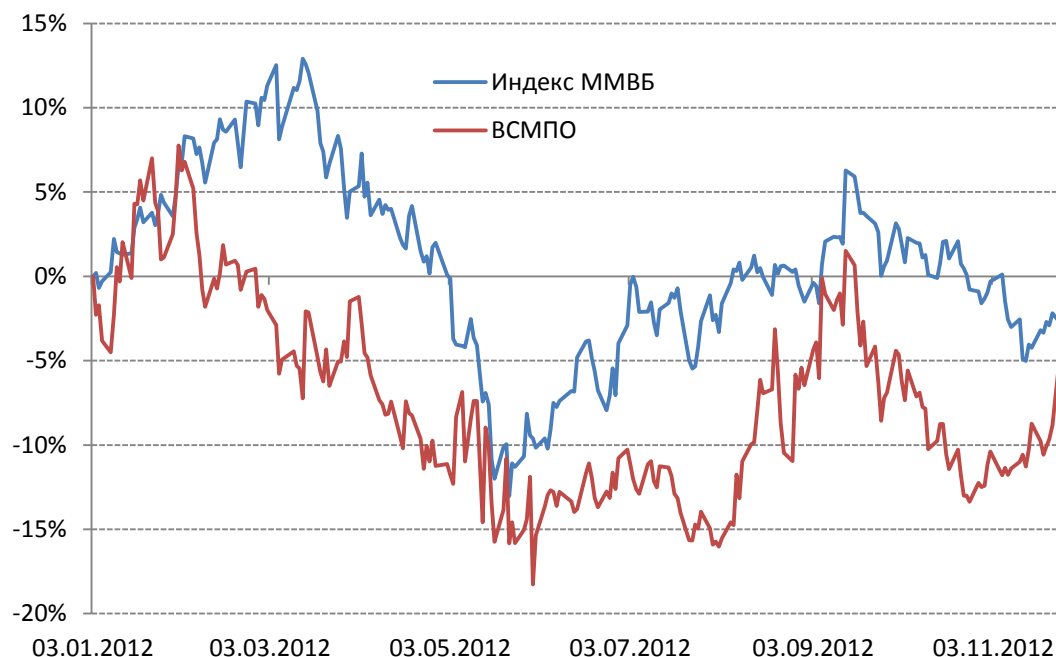
Несмотря на то, что бизнес ВСМПО является привлекательным и имеет сильную рентабельность, инвестиции в акции компании всегда были сопряжены с определенными рисками: низкая ликвидность и крайне низкая корпоративная прозрачность, существенная доля государства в акционерном капитале и др. Вследствие этого бумага всегда торговалась с дисконтом к мировым аналогам. Появление новых акционеров может исправить эту ситуацию.

Структура акционерного капитала ВСМПО после сделки



Источник: Интерфакс, расчеты компании «Московские партнеры»

Московские Партнеры



Источник: данные компании, расчеты «Московские партнеры»

ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий обзор подготовлен исключительно в информационных целях, ни полностью, ни в какой-либо части не представляет собой предложение по покупке, продаже или совершению каких-либо сделок или инвестиций в отношении указанных в настоящем обзоре ценных бумаг и не является рекомендацией по принятию каких-либо инвестиционных решений. Информация, использованная при подготовке настоящего обзора, получена из предположительно достоверных источников, однако проверка использованных данных не проводилась и компания «Московские партнеры» не дает никаких гарантий корректности содержащейся в настоящем обзоре информации. Компания «Московские партнеры» не обязана обновлять или каким-либо образом актуализировать настоящий обзор, однако компания имеет право по своему усмотрению, без какого-либо уведомления изменять и/или дополнять настоящий обзор и содержащиеся в нем рекомендации. Настоящий обзор не может быть воспроизведен, опубликован или распространен ни полностью, ни в какой-либо части, на него нельзя делать ссылки или приводить из него цитаты без предварительного письменного разрешения компании «Московские партнеры». Компания «Московские партнеры» не несет ответственности за любые неблагоприятные последствия, в том числе убытки (прямые или косвенные), причиненные в результате использования информации, содержащейся в настоящем обзоре, или в результате инвестиционных решений, принятых на основании данной информации.