

### ПКО Теплообменник: финансовые вложения и денежные средства превысили \$51 на 1 акцию

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

11 мая ПКО Теплообменник опубликовал финансовые результаты за 2011 г. и первый квартал 2012 г.

В 2011 г. при росте выручки на 6% до 2 млрд. руб. операционная и чистая прибыль снизились на 18% и 15% соответственно, что связано с тем, что в четвертом квартале 2011 г. компания не смогла повторить рекордные результаты четвертого квартала 2010 г.

Показатель EPS за 2011 г. составил 477 руб., а за первый квартал 2012 г. (который традиционно является одним из самых слабых в году) – 68.4 руб.

Отметим, что Теплообменник, который разрабатывает и производит широкую номенклатуру авиационных изделий на новые поколения гражданских (Super Jet 100) и военных (Т-50, Су-35) самолетов на протяжении последних лет демонстрирует стабильные финансовые результаты, работая с операционной рентабельностью около 20%.

По состоянию на 31 марта 2012 г. стоимость чистых активов компании выросла до 2.529 млрд. руб. (3 909 руб. на 1 акцию), а сумма краткосрочных финансовых вложений (в основном депозитов и предоставленных займов) и денежных средств превысила 1.09 млрд. руб. (1 686 руб. или \$51 на 1 акцию).

Рост суммы свободных денежных средств привел к увеличению процентных доходов компании до 17 млн. руб. только за один первый квартал 2012 г. В связи с этим от размещения свободных денежных средств Теплообменник сможет получить в 2012 г. порядка 60-70 млн. руб. дополнительных доходов.

#### Инвестиционное заключение

Мы не видим каких-либо существенных катализаторов роста акций за исключением их явной фундаментальной недооценки.

По нашему мнению, в качестве вероятных драйверов роста акций ПКО Теплообменник могут быть: рост дивидендных выплат (которые в последние годы не превышали 0.5% от годовой чистой прибыли) или получение контроля в компании более крупной организацией, например ОАК (Объединенной авиастроительной корпорацией) с последующим выкупом долей миноритарных акционеров.

В любом случае, при капитализации компании всего в \$38.2 млн. (1.242 млрд. руб.) имеющиеся на текущий момент 2.01 млрд. руб. нераспределенной прибыли и 1.09 млрд. руб. денежных средств говорят о явной недооценке стоимости акций ПКО Теплообменник.

Мы оставляем в силе нашу рекомендацию ПОКУПАТЬ акции ПКО Теплообменник с целевой ценой \$178.00.

#### Финансовые результаты за последние 13 кварталов, РСБУ (млн. руб.)

	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	2 кв. 2011	3 кв. 2011	4 кв. 2011	1 кв. 2012
<b>Выручка</b>	306	352	369	485	318	383	437	752	437	424	531	601	460
Себестоимость	263	258	286	388	260	289	331	489	333	374	384	472	387
Валовая прибыль	43	94	82	97	58	94	106	263	104	50	147	129	73
<b>Операц. прибыль</b>	41	91	77	91	57	91	102	257	100	48	143	125	67
% к получению	5	4	3	5	9	7	6	8	7	6	8	11	17
Приб. до налогов	45	91	54	83	46	88	100	223	69	51	163	107	57
<b>Чистая прибыль</b>	34	71	40	63	35	75	78	172	48	48	132	80	44
<b>EPS (руб.)</b>	52.5	109.0	61.6	97.6	54.4	116.3	121.3	266.6	74.5	74.2	204.4	123.9	68.4
Опер. рентаб., %	13.3	25.9	21.0	18.8	18.0	23.7	23.4	34.2	23.0	11.4	26.9	20.8	14.7
Чист. рентаб., %	11.1	20.0	10.8	13.0	11.1	19.7	18.0	22.9	11.0	11.3	24.9	13.3	9.6

Источник: Компания, расчеты ИК Газфинтраст

ПКО Теплообменник	
Код Bloomberg	TOBM RU
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Текущая цена АО*	\$59.00
Целевая цена АО	\$178.00
Потенциал	202%
Free float (\$ млн.)	9.13

\*цена продажи в RTS Board по состоянию на 05.06.2012

#### Инвестиционные характеристики

Компания является разработчиком и производителем авиационной продукции (в основном систем кондиционирования воздуха (СКВ)) для всех типов самолетов и вертолетов  
Приоритетные направления: СКВ для самолетов Су-35 и Т-50, СКВ для вертолета Ми-38  
Компания является активным участником выставок Ле-Бурже (Франция), МАКС (Россия)  
По итогам 2011 г. при выручке в 2 млрд. руб. чистая прибыль составила 308.6 млн. руб.  
P/E 2012П – 3.52  
Депозиты, предоставленные займы и денежные средства на балансе превышают 1.09 млрд. руб., что сопоставимо с текущей капитализацией  
Чистые активы – 2.529 млрд. руб. (3 909 руб. на 1 акцию)  
Дивидендные выплаты в последние годы не превышали 0.5% годовой чистой прибыли  
Численность сотрудников – 1,874 чел.  
Акции неликвидны

#### Катализаторы роста акций

Рост объемов пр-ва и улучшение фин. показателей в 2012 и последующие годы  
Возможное увеличение дивидендных выплат или заинтересованность в получении контроля в компании со стороны крупного игрока из авиастроительной отрасли России

Структура капитала	
Текущая цена АО (\$)*	59.00
Кол-во акций АО	646 895
МСАР (\$ млн.)	38.2
Чистый долг (\$ млн.)	-33.0
EV (\$ млн.)	5.2

\*цена продажи в RTS Board по состоянию на 05.06.2012

Структура акционеров (%)*	УК
Тягункин Виктор Викторович (ген. дир.)	31.3
Росимущество	25.0
ЗАО Мега менеджмент	19.8
Прочие	23.9

\*общее количество акционеров – 1 471

Важнейшие показатели				
	2009	2010	2011	2012П
Выручка (\$ млн.)	48.7	60.9	64.3	61.3
P/S	0.78	0.63	0.59	0.62
EV/S	0.11	0.08	0.08	0.08
EBITDA (\$ млн.)	11.3	17.8	14.9	15.0
EV/EBITDA	0.46	0.29	0.35	0.34
Чист. приб. (\$ млн.)	6.69	11.66	9.95	10.85
EPS (\$)	10.35	18.02	15.39	16.78
<b>EPS (руб.)</b>	<b>320.74</b>	<b>558.61</b>	<b>477.04</b>	<b>553.7</b>
P/E	5.70	3.27	3.83	3.52
Dividends (\$)	0.05	0.07	0.07	-
<b>Dividends (руб.)</b>	<b>1.6</b>	<b>2.2</b>	<b>2.31</b>	-
Div. Yield (%)	0.1	0.1	0.1	-
Рент по опер. приб. (%)	20	27	21	22
Рент. по EBITDA (%)	23	29	23	25
Рент. по чист. приб. (%)	14	19	15	18

Источник: оценки ИК Газфинтраст

#### Адрес в интернете

<http://www.stat-teplo.nnov.ru>  
<http://www.teploobmennik.ru>

## 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)

Трейдер

Кирилл Вязовиченко

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

### Недавние публикации ГФТ

Название	Тикер	Дата выпуска
Уральская кузница: за 2011 год чистая прибыль выросла на 99% до 2 млрд. руб.	urkz	02.04.2012
Смоленскнефтепродукт: финансовые результаты за 4 кв. 2011 г. разочаровали	smnfp	05.03.2012
Воркутауголь: реорганизация позволит миноритариям выйти из акций компании	voug	15.02.2012
Уральская кузница: за девять месяцев чистая прибыль увеличилась на 151%	urkz	15.11.2011
ПКО Теплообменник: за девять месяцев 2011 г. чистая прибыль выросла на 21%	tobm	14.11.2011
Воркутауголь: компания может втрое увеличить запасы угля до 1 млрд. т	voug	20.10.2011
Смоленскнефтепродукт: дивидендная доходность префов может превысить 10%	smnfp	11.10.2011
Уральская кузница: второй квартал 2011 г. стал лучшим в истории компании	urkz	24.08.2011
ПКО Теплообменник: ставка на сильные финансовые результаты и огромный cash	tobm	30.05.2011
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 получат 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	smnfp	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.	krgg	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%	smnfp	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

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.