

**Улан-Удэнский авиазавод**

Обыкн.	UUAZ RX
Средняя цена	\$1.34
Спред	3.7%
Индикативная цена	\$1.65 – 1.78
Потенциал*	28%
Выпущенные акции	267 млн.
Свободное обращ.	20% (\$70 млн.)

Капитализация	\$357 млн.
Ст-ть предпр.	\$231 млн.

\* На основе среднего значения диапазона индикативной цены  
Цена на 17 августа 2010

**Казанский вертолетный завод**

Обыкн.	KHEL RX
Средняя цена	\$1.80
Спред	15.4%
Индикативная цена	\$2.20 – 2.50
Потенциал*	31%
Выпущенные акции	154 млн.
Свободное обращ.	34% (\$94 млн.)

Капитализация	\$277 млн.
Ст-ть предпр.	\$531 млн.

\* На основе среднего значения диапазона индикативной цены  
Цена на 17 августа 2010

**Роствертол**

Обыкн.	RTVL RU
Средняя цена	\$0.061
Спред	15.2%
Индикативная цена	\$0.080 – 0.090
Потенциал*	39%
Выпущенные акции	2,300 млн.
Свободное обращ.	10% (\$14 млн.)

Капитализация	\$140 млн.
Ст-ть предпр.	\$298 млн.

\* На основе среднего значения диапазона индикативной цены  
Цена на 17 августа 2010

Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

**Динамика котировок за 12 месяцев**



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

## Производители вертолетов Результаты за 1П10 по РСФО

**Улан-Удэнский авиазавод (УУАЗ), Казанский вертолетный завод и Роствертол представили хорошие финансовые показатели за 1П10 по РСФО. Мы полагаем, что 2010 год в целом также будет для них удачным, но кто преуспеет больше других – сказать трудно: у каждой из трех компаний есть и сильные, и слабые стороны. Исходя из отчетности за 1П10, мы повысили прогнозы финансовых показателей Казанского вертолетного завода, а для УУАЗа и Роствертола прогнозы прежние.**

■ **Улан-Удэнский авиазавод.** За первое полугодие выручка на 19% превысила уровень годичной давности и составила \$275 млн. Чистая прибыль увеличилась на 28% до \$69 млн., рентабельность по ней весьма высока – 25%. Общие, коммерческие и административные расходы УУАЗа всегда были ниже, чем двух других российских производителей вертолетов, и этим обусловлена столь высокая рентабельность. Чистая денежная позиция компании, включая краткосрочные инвестиции, за второй квартал составила \$123 млн. (по итогам 2009 года – \$85 млн.). Коэффициент “цена / прибыль 2010о” у УУАЗа сейчас равен 3,5, “стоимость предприятия / EBITDA 2010о” – 1,8. У остальных российских производителей вертолетов эти коэффициенты выше. Впрочем, столь привлекательная оценка омрачается вероятностью роста общих, коммерческих и административных расходов, а также возможным снижением рентабельности. Мы полагаем, что в 2011 году рентабельность УУАЗа по EBITDA сократится до 15%, т. е. станет приблизительно такой же, как у Казанского вертолетного завода и Роствертола.

■ **Казанский вертолетный завод** в 1П10 получил \$330 млн. выручки – на 186% больше, чем годом ранее, – и \$46,7 млн. чистой прибыли против чистого убытка в размере \$6,8 млн. за 1П09. В январе – июне компания завершила крупные поставки вертолетной техники, отсроченные в 2009 году. В прошлом году она продала 65 вертолетов, а план на текущий год – около 80, что должно принести \$660 млн. выручки. Основные преимущества Казанского ВЗ – собственная научно-исследовательская база, перспективные модели (Ансат и Актай) и выгодный контракт с Индией. Слабые стороны – \$220 млн. чистого долга, большие потребности в капиталовложениях, высокая загрузка производственных мощностей и задержки с лицензированием новых образцов вертолетной техники. При текущих котировках коэффициент “цена / прибыль 2010о” составляет 3,7, “стоимость предприятия / EBITDA 2010о” – 4,4, что заметно выше, чем у УУАЗа. При этом Казанский ВЗ привлекательнее оценен по отношению цены к прогнозной выручке за 2010 год – 0,4 против 0,6. Значение мультипликатора “цена / балансовая стоимость 2010о” у обоих эмитентов одинаковое – 1,2

**Михаил Ганелин** +7 (495) 933 9851  
Mikhail\_Ganelin@troika.ru

■ **Роствертол** за 1П10 получил \$119 млн. выручки – на 80,4% больше, чем за аналогичный период прошлого года. Чистая прибыль невелика – \$3,2 млн., как и рентабельность по ней – 2,7%. Показатели отчета о прибылях и убытках за 1П10 у Роствертола хуже, чем у других производителей вертолетов, но во втором полугодии они должны заметно улучшиться: основной заказчик, Министерство обороны, расплачивается с поставщиками в конце года. Во втором квартале оборотный капитал компании с учетом незавершенного производства вырос на 52% с уровня 1К10 и достиг \$220 млн. В итоге чистый долг к концу полугодия достиг \$173 млн. – средства привлекались для разработки новых моделей. Коэффициент “цена / прибыль 2010о” равен 4,6 – это выше, чем у Казанского вертолетного завода и УУАЗа, но по мультипликаторам “цена / выручка 2010о” и “цена / балансовая стоимость 2010о” (соответственно 0,3 и 0,7) Роствертол дешевле их.

## Финансовые результаты за 1П10 по РСФО

### Улан-Удэнский авиазавод, \$ млн.

	1П10	1П09	Изменение	2К10	1К10	Изменение
Выручка	275,0	230,6	19%	193,1	82,0	135%
Общие, коммерч. и админ. расходы	19,3	12,1	59%	17,1	2,1	701%
Операционная прибыль	78,7	71,2	11%	54,7	24,0	128%
Чистая прибыль	68,9	53,8	28%	50,4	18,4	173%
Валовый долг	0,0	19,4	–	–	–	–
Чистый долг	-122,6	2,5	–	–	–	–
Операционная рентабельность	28,6%	30,9%	–	28,3%	29,3%	–
Чистая рентабельность	25,0%	23,3%	–	26,1%	22,5%	–

Источник: компания, Тройка Диалог

### Казанский вертолетный завод, \$ млн.

	1П10	1П09	Изменение	2К10	1К10	Изменение
Выручка	329,9	115,2	186%	166,1	163,8	1%
Общие, коммерч. и админ. расходы	46,8	49,5	-5%	28,9	17,9	61%
Операционная прибыль	73,9	-15,3	–	27,0	46,9	-42%
Чистая прибыль	46,7	-6,8	–	12,0	34,7	-66%
Валовый долг	287,0	184,5	–	–	–	–
Чистый долг	226,2	9,3	–	–	–	–
Операционная рентабельность	22,4%	-13,3%	–	16,3%	28,6%	–
Чистая рентабельность	14,2%	-5,9%	–	7,2%	21,2%	–

Источник: компания, Тройка Диалог

### Роствертол, \$ млн.

	1П10	1П09	Изменение	2К10	1К10	Изменение
Выручка	118,7	65,8	80%	43,2	75,5	-43%
Общие, коммерч. и админ. расходы	23,9	1,0	2 195%	1,2	22,7	-95%
Операционная прибыль	16,3	10,0	64%	4,3	12,0	-64%
Чистая прибыль	3,2	2,7	22%	-0,7	3,9	–
Валовый долг	175,4	114,6	–	–	–	–
Чистый долг	172,6	100,9	–	–	–	–
Операционная рентабельность	13,7%	15,2%	–	9,9%	15,9%	–
Чистая рентабельность	2,7%	4,0%	–	-1,5%	5,2%	–

Источник: компания, Тройка Диалог

**Отношение общих, коммерческих и административных расходов к выручке**

	2008	2009	2010о
Улан-Удэнский авиазавод	2,6%	1,9%	6,9%
Казанский вертолетный завод	10,9%	18,2%	14,6%
Роствертол	10,0%	2,3%	8,0%

Источник: компании, Тройка Диалог

**ИЗМЕНЕНИЕ ПРОГНОЗОВ**

По итогам 1П10 мы не меняем прогнозы финансовых показателей и индикативные диапазоны цен акций Улан-Удэнского авиазавода и Роствертола. Несколько изменились параметры оценки Казанского вертолетного завода – ввиду отличных результатов первого полугодия и прогноза руководства, который недавно представил генеральный директор Вадим Лигай. За 2010 год компания намерена увеличить выручку на 25% до 20 млрд. руб. (\$660 млн.), что на 7,2% выше нашего прежнего прогноза. К 2015 году планируется довести выручку как минимум до 25–30 млрд. руб. (\$850 – 1 000 млн.), что предполагает ее рост в среднем на 6,2–9,2% в год. С учетом высокой загрузки производственных мощностей такие темпы выглядят довольно скромно. Сейчас Казанский ВЗ завершает формирование портфеля заказов на 2012 год – по предварительным оценкам, она выпустит до 90 вертолетов. Крупнейший контракт – 80 вертолетов Ми-17 для Индии с поставкой в 2011–2013 годах.

Наш прогноз EBITDA Казанского ВЗ за 2010 год повышен с \$89 млн. до \$112 млн., чистой прибыли – с \$56 млн. до \$70 млн. В итоге индикативный диапазон цены акций компании изменен с \$1,90–2,20 до \$2,20–2,50.

**Риски**

- Главный риск для всех производителей вертолетов – колебания валютных курсов, поскольку контракты номинированы преимущественно в долларах. Если рубль укрепится по отношению к доллару приблизительно на 15%, это может вызвать значительное снижение рентабельности. Казанский ВЗ наиболее уязвим в этом отношении, поскольку он экспортирует около 70% продукции, а лучше всех защищен от валютной волатильности Роствертол.
- В 2012–2013 годах холдинг “Вертолеты России” планирует разместить свои акции на бирже. Ко времени размещения все его дочерние предприятия, включая производителей вертолетов, должны быть переведены на единую акцию. Коэффициенты конвертации неизвестны и могут оказаться невыгодными для миноритарных акционеров. Пока этот фактор риска неактуален для Роствертола – компания контролируется руководством, а доля Вертолетов России в ее уставном капитале составляет лишь 30%.

Обыкн.	UUAZ RX
Средняя цена	\$1,33
Спред	7,2%
Индикативная цена	\$1,65 – 1,78
Потенциал*	29%
Выпущенные акции	267 млн.
Свободное обрац.	20% (\$70 млн.)

Капитализация	\$355 млн.
Ст-ть предпр.	\$230 млн.

\* На основе среднего значения диапазона индикативной цены

Цена на 16 августа 2010

### Важнейшие показатели

	2008	2009	2010о	2011о
<b>Финансовые показатели (RAS), \$ млн.</b>				
Выручка	306	388	563	608
ЕБИТДА	70	111	128	92
Операц. приб.	66	108	125	85
Чистая прибыль	57	79	100	65
EPS, \$	0,22	0,30	0,37	0,24
<b>Рентабельность</b>				
по ЕБИТДА	23%	28%	23%	15%
по операц. приб.	22%	28%	22%	14%
по чист. приб.	19%	20%	18%	11%
<b>Коэффициенты</b>				
Цена / выручка	1,2	0,9	0,6	0,6
Ст. предпр./ЕБИТДА	4,2	2,4	1,8	2,2
Цена / прибыль	6,2	4,5	3,5	5,4
Цена / ден. поток	3,6	5,7	8,3	5,7
<b>Рост</b>				
Выручка	40%	27%	45%	8%
ЕБИТДА	315%	59%	16%	-28%
EPS	764%	38%	26%	-35%

### Динамика цены акций, %

	1 мес	3 мес	6 мес	YTD
Обыкн.	17,7	4,3	18,8	10,8
По отношению к РТС	13,1	4,0	16,5	10,7

### Динамика цены акций, \$



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

### Структура собственности

Оборонпром	75,1%
Газфонд	5,3%
Прочие	19,7%

# Улан-Удэнский авиазавод

## Финансовые показатели (RAS), \$ млн.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010о	2011о
<b>Отчет о прибылях и убытках</b>							
<b>Выручка</b>	<b>200</b>	<b>149</b>	<b>219</b>	<b>306</b>	<b>388</b>	<b>563</b>	<b>608</b>
Себест. реализации	(155)	(138)	(191)	(232)	(273)	(399)	(444)
Валовая прибыль	45	11	28	74	115	163	164
Валовая рентаб.	22,4%	7,5%	12,7%	24,3%	29,6%	29,0%	27,0%
Общ., ком. и админ. расх.	(19)	(14)	(14)	(8)	(7)	(39)	(79)
<b>ЕБИТДА</b>	<b>28</b>	<b>(1)</b>	<b>17</b>	<b>70</b>	<b>111</b>	<b>128</b>	<b>92</b>
<b>Скорректированная ЕБИТДА</b>	<b>28</b>	<b>(1)</b>	<b>17</b>	<b>70</b>	<b>111</b>	<b>128</b>	<b>92</b>
Рентабельность по ЕБИТДА	13,9%	(0,6%)	7,7%	22,7%	28,5%	22,8%	15,1%
Амортизация	(2)	(2)	(2)	(3)	(3)	(3)	(7)
Операц. прибыль	26	(3)	14	66	108	125	85
Чист. проц. доход	—	(4)	(5)	2	(1)	4	—
Доходы (расх.) по курс. разн.	—	—	—	—	—	—	—
Доход (убыток) от переоценки	—	—	—	—	—	—	—
Проч. доходы (расх.)	(15)	10	1	2	(3)	(3)	(3)
Однократные статьи	—	—	—	—	—	—	—
Прибыль до налогообл.	11	3	11	70	104	125	82
Налог на прибыль	(2)	(2)	(4)	(13)	(25)	(25)	(16)
Доля меньшинства	—	—	—	—	—	—	—
Прекращаемая деятельность	—	—	—	—	—	—	—
<b>Чистая прибыль</b>	<b>8</b>	<b>1</b>	<b>7</b>	<b>57</b>	<b>79</b>	<b>100</b>	<b>65</b>
<b>Скоррект. чистая прибыль</b>	<b>8</b>	<b>1</b>	<b>7</b>	<b>57</b>	<b>79</b>	<b>100</b>	<b>65</b>
Чистая рентаб.	4,1%	0,5%	3,0%	18,8%	20,4%	17,8%	10,7%
<b>Доход на акцию</b>	<b>0,03049</b>	<b>0,00281</b>	<b>0,02491</b>	<b>0,21511</b>	<b>0,29667</b>	<b>0,37480</b>	<b>0,24455</b>
<b>Скорректированный доход на акцию</b>	<b>0,03049</b>	<b>0,00281</b>	<b>0,02491</b>	<b>0,21511</b>	<b>0,29667</b>	<b>0,37480</b>	<b>0,24455</b>
<b>Балансовый отчет</b>							
<b>Активы</b>							
Ден. ср-ва и их эквив.	8	7	27	64	102	126	152
Дебит. задолж-ть	44	50	66	101	92	126	136
ТМЗ	90	131	161	189	187	208	225
Проч. оборот. активы	0	—	—	—	—	—	—
Оборотные активы	141	188	253	355	381	460	513
Основные средства	23	23	27	22	52	54	78
Активы	165	211	279	377	433	514	591
<b>Обязательства</b>							
Краткоср. заимств.	58	68	39	1	13	—	—
Кредит. задолж-ть	37	68	151	252	221	213	231
Проч. текущ. обяз-ва	3	2	2	2	1	1	1
Всего текущ. обяз-ва	98	137	191	255	235	214	232
Долгоср. заимств.	0	0	0	—	—	—	—
Проч. долгоср. обяз-ва	2	3	5	6	6	8	9
Всего долгоср. обяз-ва	2	4	5	6	6	8	9
Обязательства	101	141	196	261	241	223	240
Доля меньшинства	—	—	—	—	—	—	—
Собств. ср-ва	64	70	83	117	192	292	351
Всего обяз-ва и собств. ср-ва	165	211	279	377	433	514	591
<b>Чистый долг (денежные средства)</b>	<b>51</b>	<b>61</b>	<b>12</b>	<b>(63)</b>	<b>(89)</b>	<b>(126)</b>	<b>(152)</b>
<b>Отчет о движении денежных средств</b>							
<b>Чистая прибыль</b>	<b>8</b>	<b>1</b>	<b>7</b>	<b>57</b>	<b>79</b>	<b>100</b>	<b>65</b>
Доля меньшинства	—	—	—	—	—	—	—
Амортизация	2	2	2	3	3	3	7
Изм. оборот. капит.	19	(17)	38	36	(19)	(63)	(10)
Изм. прочих активов	(3)	1	1	2	(1)	2	1
<b>Ден. потоки от осн. деят-ти</b>	<b>26</b>	<b>(13)</b>	<b>48</b>	<b>98</b>	<b>63</b>	<b>43</b>	<b>63</b>
Расх. на воспр. осн. фондов	(2)	(2)	(2)	(3)	(3)	(3)	(7)
Расх. на развитие бизнеса	0	1	(4)	4	(5)	(2)	(24)
Прочие инвестиции	0	(0)	(0)	0	(25)	(0)	—
<b>Ден. потоки от инвест. деят.</b>	<b>(1)</b>	<b>(1)</b>	<b>(6)</b>	<b>1</b>	<b>(33)</b>	<b>(6)</b>	<b>(30)</b>
Изменение долга	(14)	10	(29)	(38)	12	(13)	—
Дивиденды	—	—	(1)	(2)	(5)	(4)	(10)
Выпуск (выкуп) акций	—	—	—	—	—	—	—
Прочие статьи	—	—	—	—	—	—	—
<b>Ден. потоки от фин. деят.</b>	<b>(14)</b>	<b>10</b>	<b>(30)</b>	<b>(40)</b>	<b>8</b>	<b>(17)</b>	<b>(10)</b>
Влияние курсовых разниц	—	—	—	—	—	—	—
<b>Чист. изм. ден. ср-в</b>	<b>10</b>	<b>(5)</b>	<b>12</b>	<b>59</b>	<b>38</b>	<b>20</b>	<b>22</b>
<b>Коэффициенты</b>							
Цена / прибыль	43,6	—	53,4	6,2	4,5	3,5	5,4
Стоимость предприятия / ЕБИТДА	14,7	—	21,9	4,2	2,4	1,8	2,2
Цена / капитал	5,5	5,1	4,3	3,0	1,9	1,2	1,0
Доход на капитал	12,7%	1,1%	8,0%	49,3%	41,4%	34,3%	18,6%
Доход на вложенный капитал	6,6%	отр.	3,0%	50,4%	38,5%	35,4%	18,6%
Дивиденды на акцию	0	0,0039	0,0078	0,0170	0,0143	0,0375	0,0245
Дивидендная доходность	—	0,3%	0,6%	1,3%	1,1%	2,8%	1,8%
Цена / выручка	1,8	2,4	1,6	1,2	0,9	0,6	0,6
Цена / денежные потоки	13,8	отр.	7,4	3,6	5,7	8,3	5,7
Рост выручки	26%	-25%	47%	40%	27%	45%	8%
Рост ЕБИТДА	123%	—	—	315%	59%	16%	-28%
Рост дохода на акцию	—	-91%	786%	764%	38%	26%	-35%

Источник: компания, Тройка Диалог

Обыкн.	KHEL RX
Средняя цена	\$1,80
Спред	15,4%
Индикативная цена	\$2,20 – 2,50
Потенциал*	31%
Выпущенные акции	154 млн.
Свободное обращ.	34% (\$94 млн.)

Капитализация	\$277 млн.
Ст-ть предпр.	\$531 млн.

\* На основе среднего значения диапазона индикативной цены  
Цена на 16 августа 2010

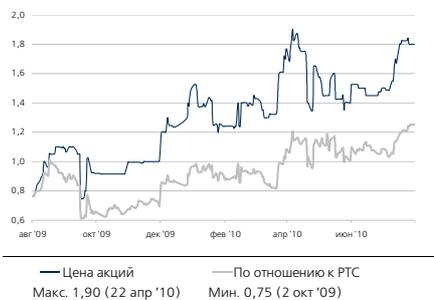
### Важнейшие показатели

	2008	2009	2010о	2011о
<b>Финансовые показатели (RAS), \$ млн.</b>				
Выручка	449	474	658	699
ЕБИТДА	64	66	117	97
Операц. приб.	60	63	113	91
Чистая прибыль	17	49	75	67
EPS, \$	0,11	0,31	0,48	0,43
<b>Рентабельность</b>				
по ЕБИТДА	14%	14%	18%	14%
по операц. приб.	13%	13%	17%	13%
по чист. приб.	4%	10%	11%	10%
<b>Коэффициенты</b>				
Цена / выручка	0,6	0,6	0,4	0,4
Ст. предпр./ЕБИТДА	5,7	5,3	4,6	5,5
Цена / прибыль	15,9	5,7	3,7	4,2
Цена / ден. поток	2,2	6,9	отр.	5,9
<b>Рост</b>				
Выручка	71%	6%	39%	6%
ЕБИТДА	57%	3%	77%	-17%
EPS	-34%	177%	54%	-11%

### Динамика цены акций, %

	1 мес	3 мес	6 мес	YTD
Обыкн.	20,0	9,1	45,2	45,7
По отношению к РТС	15,4	8,8	42,4	45,6

### Динамика цены акций, \$



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

### Структура собственности

Oboronprom	54,7%
TFK	11,5%
Free float	33,9%

# Казанский вертолетный завод

## Финансовые показатели (RAS), \$ млн.

	2006	2007	2008	2009	2010о	2011о	2012о
<b>Отчет о прибылях и убытках</b>							
<b>Выручка</b>	<b>257</b>	<b>262</b>	<b>449</b>	<b>474</b>	<b>658</b>	<b>699</b>	<b>746</b>
Себест. реализации	(196)	(198)	(340)	(325)	(451)	(489)	(522)
Валовая прибыль	60	64	109	149	207	210	224
Валовая рентаб.	23,4%	24,4%	24,3%	31,4%	31,4%	30,0%	30,0%
Общ., ком. и админ. расх.	(64)	(26)	(49)	(86)	(94)	(119)	(127)
<b>ЕБИТДА</b>	<b>(1)</b>	<b>41</b>	<b>64</b>	<b>66</b>	<b>117</b>	<b>97</b>	<b>105</b>
<b>Скорректированная ЕБИТДА</b>	<b>(1)</b>	<b>41</b>	<b>64</b>	<b>66</b>	<b>117</b>	<b>97</b>	<b>105</b>
Рентабельность по ЕБИТДА	(0,4%)	15,5%	14,3%	13,9%	17,7%	13,8%	14,1%
Амортизация	(3)	(3)	(4)	(3)	(3)	(6)	(8)
Операц. прибыль	(4)	38	60	63	113	91	97
Чист. проц. доход	(14)	(14)	(23)	(16)	(22)	(24)	(28)
Доходы (расх.) по курс. разн.	—	—	—	—	—	—	—
Доход (убыток) от переоценки	—	—	—	—	—	—	—
Проч. доходы (расх.)	4	12	(18)	2	(17)	—	—
Однократные статьи	—	—	—	—	—	—	—
Прибыль до налогообл.	(13)	36	19	49	75	67	69
Налог на прибыль	—	(9)	(1)	—	—	—	—
Доля меньшинства	—	—	—	—	—	—	—
Прекращаемая деятельность	—	—	—	—	—	—	—
<b>Чистая прибыль</b>	<b>(13)</b>	<b>27</b>	<b>17</b>	<b>49</b>	<b>75</b>	<b>67</b>	<b>69</b>
<b>Скоррект. чистая прибыль</b>	<b>(13)</b>	<b>27</b>	<b>17</b>	<b>49</b>	<b>75</b>	<b>67</b>	<b>69</b>
Чистая рентаб.	(5,3%)	10,1%	3,9%	10,2%	11,4%	9,5%	9,2%
<b>Доход на акцию</b>	<b>(0,09)</b>	<b>0,17</b>	<b>0,11</b>	<b>0,31</b>	<b>0,48</b>	<b>0,43</b>	<b>0,44</b>
<b>Скорректированный доход на акцию</b>	<b>(0,09)</b>	<b>0,17</b>	<b>0,11</b>	<b>0,31</b>	<b>0,48</b>	<b>0,43</b>	<b>0,44</b>
<b>Балансовый отчет</b>							
<b>Активы</b>							
Ден. ср-ва и их эквив.	82	73	88	190	33	78	46
Дебит. задолж-ть	161	188	211	245	324	344	367
ТМЗ	148	263	215	412	439	466	498
Проч. оборот. активы	—	—	—	—	—	—	—
Оборотные активы	391	524	514	847	796	888	911
Основные средства	62	60	65	81	86	109	131
Активы	453	584	579	928	882	997	1 042
<b>Обязательства</b>							
Краткоср. заимств.	117	249	177	261	123	167	133
Кредит. задолж-ть	205	199	278	498	365	388	414
Проч. текущ. обяз-ва	0	0	0	0	0	0	0
Всего текущ. обяз-ва	321	449	455	759	488	554	547
Долгоср. заимств.	3	—	—	—	164	164	164
Проч. долгоср. обяз-ва	—	—	—	—	—	—	—
Всего долгоср. обяз-ва	3	—	—	—	164	164	164
Обязательства	324	449	455	759	652	718	711
Доля меньшинства	—	—	—	—	—	—	—
Собств. ср-ва	128	135	124	168	231	279	330
Всего обяз-ва и собств. ср-ва	453	584	579	928	882	997	1 042
<b>Чистый долг (денежные средства)</b>	<b>38</b>	<b>176</b>	<b>89</b>	<b>72</b>	<b>254</b>	<b>253</b>	<b>252</b>
<b>Отчет о движении денежных средств</b>							
<b>Чистая прибыль</b>	<b>(13)</b>	<b>27</b>	<b>17</b>	<b>49</b>	<b>75</b>	<b>67</b>	<b>69</b>
Доля меньшинства	—	—	—	—	—	—	—
Амортизация	3	3	4	3	3	6	8
Изм. оборот. капит.	73	(147)	103	(11)	(239)	(25)	(29)
Изм. прочих активов	(0)	(0)	(0)	(0)	0	—	—
<b>Ден. потоки от осн. деят-ти</b>	<b>62</b>	<b>(117)</b>	<b>124</b>	<b>40</b>	<b>(161)</b>	<b>48</b>	<b>48</b>
Расх. на воспр. осн. фондов	(3)	(3)	(4)	(3)	(3)	(6)	(8)
Расх. на развитие бизнеса	(4)	(9)	3	(16)	(6)	(22)	(22)
Прочие инвестиции	(5)	10	(8)	1	(0)	—	—
<b>Ден. потоки от инвест. деят.</b>	<b>(12)</b>	<b>(1)</b>	<b>(9)</b>	<b>(19)</b>	<b>(9)</b>	<b>(28)</b>	<b>(30)</b>
Изменение долга	(13)	130	(73)	84	26	44	(33)
Дивиденды	(0)	(0)	(0)	(5)	(13)	(19)	(17)
Выпуск (выкуп) акций	—	—	—	—	—	—	—
Прочие статьи	—	—	—	—	—	—	—
<b>Ден. потоки от фин. деят.</b>	<b>(13)</b>	<b>130</b>	<b>(73)</b>	<b>79</b>	<b>13</b>	<b>25</b>	<b>(50)</b>
Влияние курсовых разниц	—	—	—	—	—	—	—
<b>Чист. изм. ден. ср-в</b>	<b>37</b>	<b>11</b>	<b>43</b>	<b>101</b>	<b>(157)</b>	<b>45</b>	<b>(32)</b>
<b>Коэффициенты</b>							
Цена / прибыль	отр.	10,5	15,9	5,7	3,7	4,2	4,1
Стоимость предприятия / ЕБИТДА	—	11,1	5,7	5,3	4,6	5,5	5,0
Цена / капитал	2,2	2,1	2,2	1,7	1,2	1,0	0,8
Доход на капитал	отр.	19,7%	14,1%	28,8%	32,4%	23,9%	20,7%
Доход на вложенный капитал	отр.	4,1%	отр.	7,5%	10,2%	7,0%	6,4%
Дивиденды на акцию	0	0	0,03	0,08	0,12	0,11	0,11
Дивидендная доходность	—	—	1,9%	4,6%	6,7%	6,0%	6,2%
Цена / выручка	1,1	1,1	0,6	0,6	0,4	0,4	0,4
Цена / денежные потоки	4,5	отр.	2,2	6,9	отр.	5,9	5,8
Рост выручки	22%	2%	71%	6%	39%	6%	7%
Рост ЕБИТДА	—	—	57%	3%	77%	-17%	9%
Рост дохода на акцию	—	—	-34%	177%	54%	-11%	3%

Источник: компания, Тройка Диалог

Обыкн.	RTVL RU
Средняя цена	\$0,057
Спред	6,8%
Индикативная цена	\$0,080 – 0,090
Потенциал*	49%
Выпущенные акции	2 300 млн.
Свободное обращ.	10% (\$13 млн.)

Капитализация	\$131 млн.
Ст-ть предпр.	\$289 млн.

\* На основе среднего значения диапазона индикативной цены

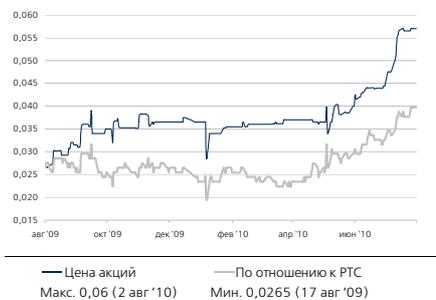
Цена на 16 августа 2010

**Важнейшие показатели**

	2008	2009	2010о	2011о
<b>Финансовые показатели (RAS), \$ млн.</b>				
Выручка	318	265	463	626
ЕБИТДА	39	40	62	95
Операц. приб.	33	35	56	88
Чистая прибыль	17	15	29	49
EPS, цент	0,73	0,67	1,25	2,13
<b>Рентабельность</b>				
по ЕБИТДА	12%	15%	13%	15%
по операц. приб.	10%	13%	12%	14%
по чист. приб.	5%	6%	6%	8%
<b>Коэффициенты</b>				
Цена / выручка	0,4	0,5	0,3	0,2
Ст. предпр./ЕБИТДА	4,8	5,7	4,7	2,7
Цена / прибыль	7,8	8,6	4,6	2,7
Цена / ден. поток	2,5	отр.	отр.	1,8
<b>Рост</b>				
Выручка	12%	-17%	75%	35%
ЕБИТДА	21%	3%	54%	54%
EPS	28%	-9%	88%	70%

**Динамика цены акций, %**

	1 мес	3 мес	6 мес	YTD
Обыкн.	28,4	56,2	60,6	52,0
По отношению к РТС	23,4	55,7	57,5	51,9

**Динамика цены акций, \$**

Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

**Структура собственности**

Management	59,5%
Oboronprom	22,8%
Federal government	7,9%
Other	9,9%

**Роствертол****Финансовые показатели (RAS), \$ млн.**

	2006	2007	2008	2009	2010о	2011о	2012о
<b>Отчет о прибылях и убытках</b>							
<b>Выручка</b>	<b>226</b>	<b>283</b>	<b>318</b>	<b>265</b>	<b>463</b>	<b>626</b>	<b>838</b>
Себест. реализации	(181)	(220)	(254)	(224)	(371)	(507)	(687)
Валовая прибыль	45	63	65	41	93	119	151
Валовая рентаб.	19,9%	22,2%	20,3%	15,5%	20,0%	19,0%	18,0%
Общ., ком. и админ. расх.	(23)	(36)	(32)	(6)	(37)	(31)	(42)
<b>ЕБИТДА</b>	<b>26</b>	<b>32</b>	<b>39</b>	<b>40</b>	<b>62</b>	<b>95</b>	<b>119</b>
<b>Скорректированная ЕБИТДА</b>	<b>26</b>	<b>32</b>	<b>39</b>	<b>40</b>	<b>62</b>	<b>95</b>	<b>119</b>
Рентабельность по ЕБИТДА	11,4%	11,4%	12,3%	15,2%	13,4%	15,3%	14,2%
Амортизация	(4)	(5)	(6)	(5)	(7)	(8)	(10)
Операц. прибыль	22	27	33	35	56	88	109
Чист. проц. доход	(5)	(9)	(12)	(13)	(16)	(22)	(19)
Доходы (расх.) по курс. разн.	—	—	—	—	—	—	—
Доход (убыток) от переоценки	—	—	—	—	—	—	—
Проч. доходы (расх.)	(1)	(0)	3	(3)	(4)	(4)	(4)
Однократные статьи	—	—	—	—	—	—	—
Прибыль до налогообл.	16	18	24	19	36	61	86
Налог на прибыль	(4)	(5)	(7)	(4)	(7)	(12)	(17)
Доля меньшинства	—	—	—	—	—	—	—
Прекращаемая деятельность	—	—	—	—	—	—	—
<b>Чистая прибыль</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>17</b>	<b>15</b>	<b>29</b>	<b>49</b>	<b>69</b>
<b>Скоррект. чистая прибыль</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>17</b>	<b>15</b>	<b>29</b>	<b>49</b>	<b>69</b>
Чистая рентаб.	5,1%	4,7%	5,3%	5,8%	6,2%	7,8%	8,2%
<b>Доход на акцию</b>	<b>0,0050</b>	<b>0,0057</b>	<b>0,0073</b>	<b>0,0067</b>	<b>0,0125</b>	<b>0,0213</b>	<b>0,0300</b>
<b>Скорректированный доход на акцию</b>	<b>0,0050</b>	<b>0,0057</b>	<b>0,0073</b>	<b>0,0067</b>	<b>0,0125</b>	<b>0,0213</b>	<b>0,0300</b>
<b>Балансовый отчет</b>							
<b>Активы</b>							
Ден. ср-ва и их эквив.	17	51	46	34	28	29	35
Дебит. задолж-ть	66	88	82	89	190	231	310
ТМЗ	99	116	141	204	253	277	371
Проч. оборот. активы	—	—	—	—	—	—	—
Оборотные активы	181	255	270	327	472	537	716
Основные средства	88	115	101	107	126	143	168
Активы	268	370	371	433	597	680	884
<b>Обязательства</b>							
Краткоср. заимств.	27	85	17	36	69	38	90
Кредит. задолж-ть	70	63	111	139	225	304	408
Проч. текущ. обяз-ва	7	4	4	2	2	2	2
Всего текущ. обяз-ва	104	152	132	177	297	345	500
Долгоср. заимств.	55	47	85	95	117	117	117
Проч. долгоср. обяз-ва	0	1	1	1	2	2	3
Всего долгоср. обяз-ва	56	47	86	96	119	119	120
Обязательства	160	199	218	273	415	464	619
Доля меньшинства	—	—	—	—	—	—	—
Собств. ср-ва	108	171	153	160	182	216	265
Всего обяз-ва и собств. ср-ва	268	370	371	433	597	680	884
<b>Чистый долг (денежные средства)</b>	<b>66</b>	<b>81</b>	<b>56</b>	<b>97</b>	<b>158</b>	<b>126</b>	<b>171</b>
<b>Отчет о движении денежных средств</b>							
<b>Чистая прибыль</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>17</b>	<b>15</b>	<b>29</b>	<b>49</b>	<b>69</b>
Доля меньшинства	—	—	—	—	—	—	—
Амортизация	4	5	6	5	7	8	10
Изм. оборот. капит.	(39)	(48)	29	(41)	(64)	14	(69)
Изм. прочих активов	3	(3)	0	(2)	1	1	1
<b>Ден. потоки от осн. деят-ти</b>	<b>(21)</b>	<b>(32)</b>	<b>52</b>	<b>(22)</b>	<b>(28)</b>	<b>72</b>	<b>10</b>
Расх. на воспр. осн. фондов	(4)	(5)	(6)	(5)	(7)	(8)	(10)
Расх. на развитие бизнеса	(14)	(24)	8	(9)	(14)	(17)	(24)
Прочие инвестиции	(15)	(3)	6	3	(4)	—	—
<b>Ден. потоки от инвест. деят.</b>	<b>(33)</b>	<b>(32)</b>	<b>8</b>	<b>(11)</b>	<b>(25)</b>	<b>(25)</b>	<b>(34)</b>
Изменение долга	52	49	(29)	29	54	(31)	51
Дивиденды	(4)	(4)	(4)	(5)	(4)	(9)	(15)
Выпуск (выкуп) акций	—	—	—	—	—	—	—
Прочие статьи	—	—	—	—	—	—	—
<b>Ден. потоки от фин. деят.</b>	<b>48</b>	<b>45</b>	<b>(34)</b>	<b>24</b>	<b>50</b>	<b>(39)</b>	<b>36</b>
Влияние курсовых разниц	—	—	—	—	—	—	—
<b>Чист. изм. ден. ср-в</b>	<b>(6)</b>	<b>(18)</b>	<b>26</b>	<b>(9)</b>	<b>(3)</b>	<b>7</b>	<b>13</b>
<b>Коэффициенты</b>							
Цена / прибыль	11,4	9,9	7,8	8,6	4,6	2,7	1,9
Стоимость предприятия / ЕБИТДА	7,7	6,6	4,8	5,7	4,7	2,7	2,5
Цена / капитал	1,2	0,8	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5
Доход на капитал	10,6%	7,7%	11,1%	9,6%	15,8%	22,7%	26,1%
Доход на вложенный капитал	4,1%	2,3%	3,2%	1,7%	4,4%	8,4%	11,5%
Дивиденды на акцию	0,00184	0,00196	0,00201	0,00190	0,00376	0,00640	0,00900
Дивидендная доходность	3,2%	3,4%	3,5%	3,3%	6,6%	11,2%	15,8%
Цена / выручка	0,6	0,5	0,4	0,5	0,3	0,2	0,2
Цена / денежные потоки	отр.	отр.	2,5	отр.	отр.	1,8	12,9
Рост выручки	35%	25%	12%	-17%	75%	35%	34%
Рост ЕБИТДА	15%	26%	21%	3%	54%	54%	24%
Рост дохода на акцию	6%	15%	28%	-9%	88%	70%	41%

Источник: компания, Тройка Диалог

Настоящий аналитический отчет подготовлен Тройкой Диалог или ее аффилированным лицом, указанным в настоящем отчете, и содержит информацию только общего характера. Содержащиеся здесь информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг, опционов, фьючерсов, других инструментов или производных на какой-либо из них. Этот отчет не является советом или рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может получить этот отчет. Инвесторам необходимо самостоятельно получить финансовый совет в отношении инвестиций в любые ценные бумаги, а также в отношении любых других инвестиций и инвестиционных стратегий, упомянутых в этом отчете, а также учитывать, что предполагаемые события в будущем могут в действительности не состояться.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от таких ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость таких ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать. Соответственно, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем.

Любая информация, содержащаяся в настоящем отчете и относящаяся к налоговому режиму инвестиций в финансовые инструменты, не предназначена для предоставления налогового совета, не является налоговым советом и не может быть использована кем-либо для предоставления такого совета. Инвесторам необходимо самостоятельно получить налоговый совет у независимого налогового советника, основываясь на их индивидуальных обстоятельствах.

Содержащиеся в настоящем отчете информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые мы, в целом, считаем надежными. Однако, не существует никаких гарантий и не предоставляется никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем отчете, или исправлять неточности.

Время от времени Тройка Диалог, ее аффилированные лица или их сотрудники могут инвестировать, выступать маркет-мейкером или совершать иные сделки в качестве принципала с ценными бумагами или другими инструментами, упомянутыми в настоящем отчете, а также предоставлять инвестиционно-банковские или консультационные услуги, действовать в качестве директора или члена наблюдательного совета компании, упомянутой в настоящем отчете. Тройка Диалог проводит строгую внутреннюю политику, направленную на предотвращение и устранение действительного или потенциального конфликта интересов.

Дополнительная информация о ценных бумагах и других инструментах, упомянутых в настоящем отчете, может быть получена от Тройки Диалог по запросу. Этот отчет не может быть воспроизведен или копирован полностью или в какой-либо части без письменного согласия Тройки Диалог.

Если прямо не указано обратное, настоящий аналитический отчет предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного отчета в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель отчета, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного отчета вправе использовать данный отчет только в случае, если он является таким допустимым получателем.