

ЖЕМЧУЖИНА РОССИЙСКОГО АВИАДВИГАТЕЛЕСТРОЕНИЯ

КРЕДИТНОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ

Четверг | 30 Ноября | 2006

Уникальная продукция. Компания выпускает уникальный двигатель АЛ-31ФП с управляемым вектором тяги для истребителей Су-30МК. Двигатель не имеет аналогов в мире.

Эксклюзивный поставщик для НПК Иркут. УМПО де-факто является эксклюзивным поставщиком авиационных двигателей для НПК Иркут, обеспечивая 100%-ю потребность Иркутска в двигателях для истребителей Су-30МК.

Значительный портфель заказов. На ноябрь 2006 г. портфель заказов превышал US\$900 млн. Только уже имеющиеся заказы обеспечат УМПО выручкой на уровне US\$300 млн. в среднем в ближайшие 3 года.

Поддержка государства и вероятный рост оборонного заказа. В 2005 г. федеральное правительство списало часть реструктурированной налоговой задолженности УМПО в объеме 1,3 млрд. рублей. Кроме того, государство частично возмещает процентные расходы УМПО. Оборонный заказ России только в 2007 г. будет увеличен на 30% и сохранит высокие темпы роста.

Вероятная консолидация в интегрированную двигателестроительную корпорацию (ИДК), создание которой предусмотрено стратегией развития авиационной промышленности России до 2015 г. УМПО наряду с НПО Сатурн может стать ядром такой корпорации. Соответствующее обращение было направлено президенту России главами регионов, в которых расположены УМПО и НПО Сатурн. Обращение было рассмотрено и, в целом, поддержано правительством осенью 2006 г. В настоящее время над этим вопросом работает рабочая группа с участием Роспрома, Минобороны, Минпромэнерго, а также представителей двигателестроительных компаний.

Низкие политические риски. В связи с тем, что компания вовлечена в исполнение стратегически важных для России экспортных контрактов, риск негативных действий со стороны органов власти, которые могли бы серьезно ухудшить операционные и финансовые результаты компании, представляется нам достаточно низким.

Возможный рост долговой нагрузки в случае увеличения портфеля заказов. Мы ожидаем, что долговая нагрузка УМПО может вырасти в связи со следующими факторами. Во-первых, в связи с длительным производственным циклом рост бизнеса УМПО связан с опережающим ростом запасов. Финансирование оборотного капитала происходит в том числе за счет заимствований. Во-вторых, из-за укрепления рубля мы ожидаем постепенного снижения рентабельности компании.

Основные финансовые показатели, US\$ млн.

	2003	2004	2005	2006П
Выручка	406,8	363,8	369,4	514,7
Валовая прибыль	157,2	129,2	114,1	147,1
Операционная прибыль	135,6	98,2	81,6	99,3
Чистая прибыль	89,8	65,4	36,2	73,5
Финансовый долг	107,0	55,9	145,2	261,0
Капитал	267,8	354,1	371,6	445,0
Операционный ден. поток	(112,8)	90,6	(79,2)	(6,5)
Свободный денежный поток	2,9	(5,0)	13,8	10,0

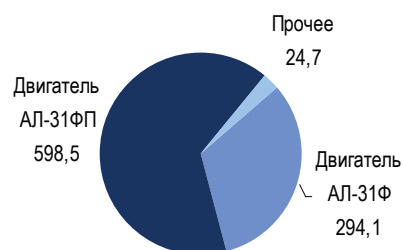
Источник: данные компании, оценка МДМ Банка

Основные коэффициенты

	2003	2004	2005	2006П
Валовая рентабельность	39%	36%	31%	29%
Операционная рентабельность	33%	27%	22%	19%
Чистая рентабельность	22%	18%	10%	14%
Долг/операционная прибыль	0,8	0,6	1,8	2,6
Операц. прибыль/проц. расходы	36,6	18,9	9,7	6,7
Финансовый долг/капитал	0,4	0,2	0,4	0,6

Источник: данные компании, оценка МДМ Банка

Структура портфеля заказов до 2009 г., US\$ млн.



Источник: данные компании

Аналитики

Денис Воднев	+7 (495) 795-2521
Denis.Vodnev@mdmbank.com	доб. 2407
Михаил Галкин	
Mikhail.Galkin@mdmbank.com	доб. 2412

Содержание

SWOT-анализ.....	3
Краткий обзор компании	7
Консолидация российской авиастроительной отрасли. Роль и место УМПО.....	8
Операционная деятельность.....	9
Финансовый анализ.....	17

SWOT-анализ

Сильные стороны:

- **Значительный портфель заказов.** На конец ноября 2006 г. портфель заказов УМПО превышал US\$900 млн. Портфель заказов в 2006 г. увеличился более чем в два раза после недавнего подписания Россией контрактов на поставку Су-30МК в Алжир и Венесуэлу и поставку двигателей АЛ-31Ф в Китай. Только уже имеющиеся заказы обеспечат УМПО выручкой на уровне US\$300 млн. в среднем в ближайшие 3 года.
- **Уникальная продукция.** Компания производит уникальный двигатель АЛ-31ФП для Су-30МК с поворотным соплом и управляемым вектором тяги. Такой двигатель позволяет добиться более высоких маневренных характеристик истребителя по сравнению с аналогами. Этот двигатель используется в самых последних модификациях истребителя поколения «4+» и будет устанавливаться на истребители поколения «4++». Согласно данным компании, УМПО является единственным предприятием в мире, освоившим серийное производство двигателей с поворотным соплом. В настоящий момент этими двигателями оснащаются истребители, поставляемые НПК Иркут по контрактам в Индию, Малайзию и Алжир. Помимо УМПО двигатели для более ранних версий Су-27/30 выпускает ФГУП ММП «Салют», с которым УМПО конкурирует только в поставках для ОАО «КНАПО» и АХК Сухой в рамках контрактов с Китаем и Индонезией.
- **Основной поставщик для НПК Иркут.** УМПО де-факто является эксклюзивным поставщиком авиационных двигателей для истребителей Су-30МКИ (МКМ, МКА), собираемых на НПК Иркут (кредитный рейтинг В1 от Moody's) и представляющих собой самую новейшую модификацию поколения «4+». Согласно заключенным договорам, УМПО обеспечивает 100%-ю потребность НПК Иркут в таких двигателях. Истребитель Су-30МК с поворотным вектором тяги составит основу выручки (около 70%) НПК Иркут в ближайшие 3-5 лет.
- **Государственная поддержка.** В результате отсутствия госзаказа у компании образовалась значительная задолженность перед бюджетом в конце 90-х гг., которая была реструктурирована в 2001-2002 гг. В 2005 г. после досрочного погашения основной суммы реструктуризированной задолженности, компании были списаны пени и штрафы по просроченным налоговым платежам на сумму около 1,3 млрд. рублей. Кроме того, в 2005 г. федеральное правительство частично возмещало процентные расходы УМПО (из 239 млн. рублей процентных платежей 77 млн. рублей были компенсированы из бюджета). В 2006 г. УМПО также рассчитывает на возмещение примерно 2/3 процентных расходов, связанных с привлечением средств под экспортные контракты (соответствующие документы готовятся на рассмотрение в Правительство РФ).
- **Умеренная долговая нагрузка.** Компания характеризуется умеренной долговой нагрузкой, позволяющей привлекать значительное заемное финансирование на модернизацию производственных мощностей и на пополнение оборотного капитала в случае увеличения портфеля заказов. Так, по итогам 2005 г. соотношение «Финансовый долг/операционная прибыль» составило 1,8х, что связано с инвестициями в развитие производства (создание центра прототипирования) и финансирование оборотного капитала. По итогам 9 месяцев 2006 г. этот показатель вырос до 2,1х, что связано с разработкой нового двигателя АЛ-55 для учебно-боевых истребителей ВВС Индии (реализуется совместно с НПО Сатурн), созданием новых видов продукции (газоперекачивающие и газотермические установки в рамках программы диверсификации производства), и приобретением осенью 2006 г. акций УК «Уфимские моторы». В соответствии с внутренней финансовой политикой УМПО, компания намерена удерживать соотношение «Долг/Собственные средства» в пределах 1,0х. По итогам 9 месяцев 2006 г. этот показатель составил 0,6х.
- **Уникальный центр прототипирования.** В мае 2004 г. компания ввела первую очередь инженерного центра прототипирования, который позволяет на порядок сокращать сроки освоения и создания высокотехнологичной продукции (с полутора лет до 1-1,5 месяцев). В мае 2005 г. была введена вторая очередь центра прототипирования. Аналогичные центры используются ведущими мировыми производителями авиационной техники (Boeing, Airbus Northrop Grumman, Lockheed Martin и др.). На УМПО эксплуатируется 10-я в мире и единственная в России установка модели S-15 для изготовления песчаных форм.

- **Большой производственно-технический потенциал.** Компании удалось сохранить основной производственно-технический потенциал несмотря на простои завода в середине 90-х гг. На сегодняшний день загрузка производственных мощностей составляет порядка 62% по сравнению с пиковой загрузкой, пришедшейся на 1991 г., и имеются резервы для дальнейшего ее увеличения. УМПО удалось сохранить основной производственно-технический персонал – текучесть высококвалифицированных кадров, по данным компании, составляет менее 7% в год.
- **Собственное инструментальное производство.** Компания обладает собственным инструментальным производством, на котором занято 2 тыс. человек (10% всего персонала). Для обеспечения точности изготовления деталей требуется частая смена инструмента, который в некоторых случаях используется не более 2-3 раз. В процессе освоения новой продукции и доведения опытных образцов до стадии промышленного производства инструментарий так же претерпевает значительные изменения, что и изготавливаемые с их помощью детали двигателя. Наличие инструментального производства в таких случаях обеспечивает большей гибкостью основное производство в процессе доведения продукции до требований заказчика в сжатые сроки.

Слабые стороны:

- **Высокая потребность в оборотном капитале.** Технологический цикл сборки двигателя составляет порядка 9 месяцев, тогда как весь бизнес-цикл составляет от 11 до 22 месяцев со дня начала производства. Значительный разброс бизнес-цикла во времени определяется контрагентом УМПО. В случае, если контракт заключен с Рособоронэкспортом, бизнес-цикл длится около 10 месяцев. В случае, если контрагентами выступают заводы по производству самолетов (НПК Иркутск, КнААПО), бизнес-цикл составляет от 15 до 22 месяцев. В 2003 г. отношение запасов к выручке компании составляло 0,31х, тогда как в 2005 г. этот показатель вырос до 0,67х. Это связано с ростом портфеля заказов и необходимостью формировать запасы за 12-18 месяцев до момента поступления выручки. По мере более полной загрузки производственных мощностей и более равномерного характера поступления заказов риск рефинансирования оборотного капитала будет снижаться.
- **Зависимость от поставщиков комплектующих.** На долю девяти крупнейших поставщиков компании приходилось около 85% всех поставок в 2005 г., причем на двух поставщиков (ВСМПО-Ависма и Русполимет), являющихся поставщиками сырьевых ресурсов (металлов и сплавов), пришлось чуть более 30%. Другая значительная группа поставщиков обеспечивает УМПО авиационными агрегатами. Риск зависимости от поставщиков в значительной степени компенсируется тем, что УМПО является для них важным и крупным клиентом. Компания заключает годовые контракты с основными поставщиками.
- **Невозможность экспортировать продукцию напрямую (только через Рособоронэкспорт).** Не обладая правом самостоятельной внешнеэкономической деятельности в области продукции военного назначения, компания теряет часть доходов, выплачивая комиссию Рособоронэкспорту в объеме до 15% от суммы контракта.
- **Высокая степень изношенности производственного оборудования.** Степень износа оборудования по отдельным производственным мощностям составляет 80-90%, что определяет высокую потребность в инвестициях. В планах компании на 2007 г. предусмотрено порядка 500 млн. рублей на модернизацию производственных мощностей и закупку оборудования.
- **Ограниченность спроса на продукцию в силу геополитических причин.** Несмотря на высокую конкурентоспособность продукции УМПО, по геополитическим причинам рынок этой продукции ограничен Россией, странами Азиатско-Тихоокеанского региона, Африки и Латинской Америки.
- **Отсутствие отчетности по МСФО.** Отсутствие финансовой отчетности по международным стандартам является негативным фактором кредитного профиля УМПО. В планах компании переход на МСФО с 2007 г. (ведется работа по привлечению аудитора из «большой четверки» (PricewaterhouseCoopers, Deloitte & Touche, Ernst & Young и KPMG)). Отсутствие консолидированной отчетности по МСФО в значительной степени компенсируется тем, что на ключевую компанию ОАО «УМПО» приходится более 90% выручки и активов, а также более 80% обязательств группы (по итогам 2005г.).

Возможности:

- **Вероятная консолидация в интегрированную двигателестроительную корпорацию (ИДК)**, создание которой предусмотрено стратегией развития авиационной промышленности России до 2015 г. УМПО наряду с НПО Сатурн может стать ядром такой корпорации. Соответствующее обращение было направлено президенту России главами регионов, в которых расположены УМПО и НПО Сатурн. Обращение было рассмотрено и в целом поддержано правительством осенью 2006 г. В настоящее время над этим вопросом работает рабочая группа с участием Роспрома, Минобороны, Минпромэнерго, а также представителей двигателестроительных компаний.
- **Увеличение портфеля заказов.** Мы прогнозируем, что портфель заказов будет увеличиваться в первую очередь за счет спроса со стороны российского Министерства обороны, бюджет которого в ближайшие годы будет расти не менее 30% в год. Помимо этого, устойчивый спрос на двигатели УМПО будет обеспечен со стороны стран, уже купивших Су-30МК. Жизненный цикл самолета в 3 раза превышает жизненный цикл двигателя, т.е. спрос на Су-30МК в долгосрочном периоде обеспечивает трехкратный спрос на двигатели.
- **Производство газотурбинных установок.** Начиная с 1995 г. компания развивает новое направление бизнеса в области газотурбинных установок наземного применения (газотурбинные приводы, газоперекачивающие агрегаты и газоэнергетические установки) на базе авиационных двигателей АЛ-31.
- **Производство нового двигателя АЛ-55 для учебно-тренировочных самолетов НТ-36 (Индия), Як-130 (Россия).** В 2004 г. Россия выиграла тендер на разработку двигателя для учебно-боевого истребителя ВВС Индии. Головным предприятием по серийному производству и передаче лицензии определено УМПО. Предполагается, что передача лицензии индийской стороне принесет дополнительно US\$25-50 млн. ежегодно, начиная с 2008 г. Компания уже имеет опыт передачи технологии и организации лицензионного производства авиационных двигателей в Индии. Так, начиная с 2004 г. компания осуществляет поставку двигателей в рамках лицензионного соглашения с HAL (Hindustan Aeronautics Limited, Индия) и НПК Иркут по сборке Су-30МКИ. Сейчас компания заканчивает передачу документации, оборудования и проводит работы по освоению лицензионного производства двигателя АЛ-31ФП индийской стороной. Разработчиком конструкторской документации для двигателя АЛ-55 является НПО Сатурн.
- **Участие в программе создания многоцелевого экспортно-ориентированного самолета Су-35 поколения "4+".** Истребитель Су-35 – самый перспективный продукт на ближайшие 15-20 лет. На сегодняшний день консорциум, в который входит НПО «Сатурн» и ОАО «УМПО», проводит опытно-конструкторские работы по созданию изделия 117С – переходного от четвертого поколения к пятому двигателя для таких истребителей. Данный двигатель можно будет устанавливать на Су-30МК в случае их модернизации.
- **Участие в производстве двигателя для истребителя 5-го поколения.** Планируется, что Су-35 будет переходным истребителем, на основе которого будет создаваться самолет 5-го поколения. Совместно с НПО Сатурн и АХК Сухой, УМПО определено Постановлением Правительства РФ основной компанией по разработке и производству двигателя 5-го поколения.

Угрозы:

- **Укрепление рубля.** Контракты УМПО на поставку двигателей номинированы в основном в долларах США, в то время как около 80% расходов производится в рублях. В связи с этим, продолжающаяся в России тенденция реального укрепления рубля оказывает давление на показатели рентабельности УМПО. Компания предпринимает меры к ограничению этого риска путем заключения контрактов с поставщиками материалов, комплектующих и кредиторами в той же валюте, что и контракты на поставку своей продукции.
- **Серьезная конкуренция на мировом рынке.** Мировое авиастроение развивается в значительной мере циклически, испытывает избыток производственных мощностей и является чрезвычайно конкурентным. Разработка истребителя пятого поколения в России ведется менее активно, чем в США. В долгосрочной перспективе в случае начала серийного производства в США истребителей 5-го поколения можно ожидать снижения цен на подержанные самолеты предыдущего поколения в результате замещения более новой техникой. Это может составить значительную конкуренцию российской продукции на мировом рынке. Тем не

менее, данный риск представляется маловероятным в среднесрочной перспективе и, по нашим оценкам, обретет реальные черты не ранее, чем в 2010 г.

- **Ухудшение отношений России с основными покупателями военной авиации.** Основными покупателями истребителей Су-30 и двигателей УМПО на сегодняшний день являются такие страны, как Индия, Алжир, Китай, Малайзия, Венесуэла и Индонезия, на которые приходится почти весь портфель заказов компании и более половины перспективных контрактов. Ухудшение отношений с Россией или значительное улучшение их отношений со странами-конкурентами по экспорту истребителей может существенно повлиять на финансовое положение и перспективы УМПО.
- **Возможный рост долговой нагрузки в случае увеличения портфеля заказов.** Мы ожидаем, что долговая нагрузка УМПО может вырасти в связи со следующими факторами. Во-первых, в связи с длительным производственным циклом рост бизнеса УМПО связан с опережающим ростом запасов. Финансирование увеличения оборотного капитала происходит в том числе за счет заимствований. Во-вторых, из-за укрепления рубля мы ожидаем постепенного снижения рентабельности компании.
- **Возможный негативный новостной фон в связи с иском ФАУФИ к Республике Башкортостан (РБ),** оспаривающим создание УК Уфимские моторы (на 100% принадлежит УМПО после приобретения акций у РБ осенью 2006 г.) и добивающимся передачи 25%-ного пакета акций УМПО в федеральную собственность. Компания считает, что данный иск, поданный в начале 2006 г., имеет слабые перспективы. ФАУФИ уже трижды не являлось на заседания Арбитражного Суда Республики по данному вопросу. Даже если представить, что иск будет удовлетворен, по нашим оценкам, это никак не окажет негативного влияния на финансовые и операционные результаты компании. Более того, в этом случае, группа УМПО получит обратно средства, потраченные на приобретение акций ОАО «Управляющая компания «Уфимские моторы».

Краткий обзор компании

Ведущая двигателестроительная компания в России. ОАО «Уфимское моторостроительное производственное объединение» было создано в 1925 г. Компания на сегодняшний день является крупнейшим производителем двигателей для истребителей Су-27/30. По портфелю заказов УМПО обеспечивает более 50% потребности в этих двигателях. Компания является одной из системообразующих в авиационной отрасли России. Производственные мощности УМПО расположены на 3-х основных производственных площадках в г. Уфа и позволяют выпускать более 100 двигателей типа АЛ-31Ф/ФП в год.

Основной продукцией компании являются турбореактивные двигатели для истребителей поколений «4» и «4+» - моделей Су-27/30 и их модификаций.

Большую часть продукции компания поставляет на экспорт ввиду исторического отсутствия госзаказа на новые истребители Су-27/30 со стороны государства. Так, в 2001-2004 гг. в структуре выручки УМПО на долю Минобороны РФ приходилось менее 1%. Речь шла в основном о техническом обслуживании и ремонте двигателей в эксплуатации. Начиная с 2005 г. доля МО увеличивается, но по-прежнему находится на низком уровне (3%).

Продукция компании поставлялась в 49 стран мира и характеризуется высоким качеством. УМПО удостоено нескольких международных наград в области качества продукции: журналами Merkado Mundial и Club Lideres del Comercio (Испания), Business Initiative Directions (Испания), Global Quality Management (Великобритания).

Стратегическая роль в авиационном двигателестроении. Производственные мощности компании в 1,5-2 раза превышают мощности основного конкурента ММПП Салют (по численности работающего персонала и возможности привлечения относительно недорогой высококвалифицированной рабочей силы; количеству и производительности оборудования, количеству производственных площадей). В случае увеличения госзаказа (в том числе и на новые самолеты), компания сможет значительно увеличить объем выпуска новых двигателей в сжатые сроки, благодаря сохраненному основному производственно-техническому персоналу.

Консолидация российской авиастроительной отрасли. Роль и место УМПО

В апреле 2006 г. правительство РФ утвердило стратегию развития авиационной промышленности до 2015 г. Целью данной стратегии является развитие российской авиационной промышленности и восстановление конкурентной позиции России на мировом рынке авиации. Одной из задач в рамках данной стратегии является формирование новой организационной структуры отрасли, в частности, объединение авиастроительных активов в ограниченное количество достаточно крупных корпораций. Такая консолидация позволит:

- Устранить ненужную практику внутренней конкуренции за рынки сбыта
- Объединить ресурсы, направляемые на НИОКР, закупки и техпервооружение предприятий
- Делегировать таким корпорациям функции хозяйственного управления и рационализировать функции государственных органов

В области авиастроения процесс консолидации уже активно идет. Создаваемая сейчас Объединенная авиастроительная корпорация (ОАК) консолидирует производственные мощности самолетостроительной подотрасли.

В соответствии со стратегией, в двигателестроительной подотрасли, куда входит УМПО, также предусмотрено создание одной-двух интегрированных двигателестроительных корпораций (ИДК).

УМПО наряду с НПО Сатурн могут стать ядром такой корпорации. Оба предприятия в условиях многолетней кооперации осуществили эффективную консолидацию ресурсов на приоритетных для государства разработках, в том числе по двигателю пятого поколения. Обе компании имеют опыт осуществления масштабных международных проектов с европейскими и азиатскими корпорациями. В сентябре 2006 г. Президенту РФ было направлено соответствующее совместное обращение глав регионов, в которых расположены эти предприятия (Ярославская область и Республика Башкортостан). Обращение было в целом одобрено Правительством РФ. Была создана рабочая группа из представителей Роспрома, Минобороны, Минпромэнерго, а также ведущих авиационных двигателестроительных компаний, которая прорабатывает данный вопрос.

Операционная деятельность

Продукция

Компания специализируется на производстве авиационных двигателей для боевых истребителей Су-27/30. Основу производственной программы составляют двигатели АЛ-31Ф, АЛ-31ФП (49% выручки 2005 г.). Отдельным направлением развития компании является организация лицензионного производства двигателей АЛ-31ФП в Индии, на которые приходилось около 29% выручки в 2005 г. Техническое обслуживание ранее выпущенных двигателей пока составляет незначительный объем (менее 4% в выручке 2005 г.), что связано, в первую очередь, незначительным оборонным заказом на сегодняшний день со стороны государства. Тем не менее, доля Минобороны России увеличивается хоть и остается незначительной - около 500 млн. руб. в выручке 2006 г. (US\$18,5 млн.).

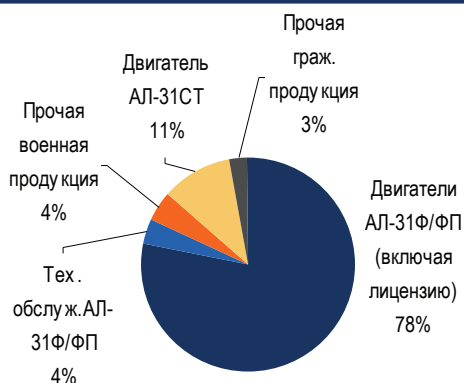
УМПО в кооперации с ММПП Салют и ОАО «Мотор Сич» (Украина) производит двигатели Д-436ТП для самолета амфибии Бе-200ЧС (модификации: двигатель Д-436Т1 для самолета Ту-334, двигатель Д-436-148 для самолета Ан-148). Пока на их долю приходится менее 1% в выручке компании за последние 3 года ввиду отсутствия или незначительного объема заказов на соответствующие самолеты. Можно ожидать, что доля в выручке от данных двигателей будет возрастать в среднесрочной перспективе, так как в настоящее время самолет амфибия Бе-200 проходит международную сертификацию. В случае успешного прохождения, заказ на Бе-200 увеличится со стороны таких стран, как Италия, Португалия. Завершение сертификации Бе-200 и двигателя Д-436ТП в EASA ожидается в конце 2007-начале 2008 гг.

УМПО также производит отдельные узлы для вертолетов КБ Миля и Камова, но их доля составляла менее 2% в выручке компании в 2003-2005 гг. В ближайшей перспективе компания планирует освоение производства узлов нового двигателя ВК-800 (легкие вертолеты типа «Ансат»).

Кроме того, УМПО производит другую гражданскую продукцию, среди которых наибольшие перспективы имеет газотурбинный двигатель АЛ-31СТ, предназначенный для различных газоперекачивающих и газоэнергетических установок. На долю выручки от продаж двигателя АЛ-31СТ приходилось около 3% в 2004 г. и 11% в 2005 г.

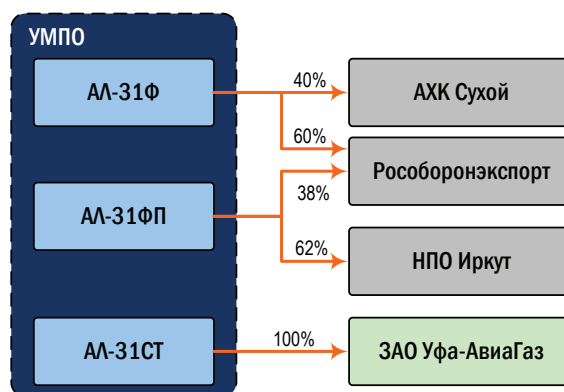
До 2005 г. компания производила двигатели для автомобилей марки АЗЛК, производство которых прекращено ввиду банкротства ОАО «Москвич». На сегодняшний день в производственную программу продукции гражданского назначения помимо вышеперечисленного входят мотоблоки, снегоход Рысь, бензиновые двигатели, на которые приходилось порядка 2% в 2005 г.

Структура продаж УМПО, 2005 г.



Источник: данные компании

Основная продукция УМПО, 2005 г.



Источник: данные компании

Основные конкуренты

В силу специфики производимой продукции, основным конкурентом УМПО является ФГУП ММПП Салют, который так же специализируется на производстве авиационных двигателей для Су-27/30. На сегодняшний день основу

производственной программы ММПП Салют составляет турбореактивный двигатель АЛ-31Ф и АЛ-31ФН. Двигатели АЛ-31Ф производства ММПП Салют и УМПО являются идентичными и контракты по ним распределяются государством (в лице Рособоронэкспорт) примерно в равных долях (так, в контрактах с Китаем, Венесуэлой и Индонезией эти контракты распределены в пропорции 50/50). Двигатель АЛ-31ФН предназначен для установки на Китайский истребитель J-10.

Ключевое отличие УМПО от ММПП Салют состоит в способности производить двигатель АЛ-31ФП с управляемым вектором тяги. Двигатель обладает более высокой газодинамической устойчивостью, прочностью и надежностью.

Производственные активы

На сегодняшний день УМПО обладает крупнейшими производственными мощностями в области авиационного двигателестроения в России. Общая мощность производственных подразделений компаний с численностью производственного персонала около 19 тыс. человек позволяет ежегодно выпускать более 100 авиадвигателей в год. В состав производственного комплекса УМПО входят три площадки, расположенные в г. Уфа и его окрестностях. На двух расположено основное производство (производство авиадвигателей), на третьей расположено производство прочей гражданской продукции (мотоблоки, снегоходы и т.д.). Характер выпускаемой продукции не позволяет более точно раскрывать информацию по производственным мощностям компании, в частности, информацию по объемам капитальных вложений в разбивке по направлениям, мощностям, что является объектом государственной тайны.

Производственная площадка №1 состоит из заготовительных механических и механосборочных цехов, на которых в основном производятся роторные детали и крупноузловая сборка. Производственная площадка №2 является наиболее современной и является основным производственным комплексом УМПО, на котором осуществляется производство статорных узлов двигателя и окончателная сборка и испытание двигателей. По состоянию на 2006 г. оборудование, находящееся в эксплуатации более 20 лет, составляет порядка 30% от всего имеющегося оборудования.

По оценкам самой компании производственная база УМПО позволяет без значительных инвестиций продолжать производство в течение 10 лет. Тем не менее, компания инвестирует в модернизацию производственной базы и покупку нового оборудования. Так, в 2001-2004 гг. было приобретено современное оборудование на сумму около US\$17,5 млн., на модернизацию существующего – US\$6 млн. В 2006 г. компания планирует потратить на эти цели около US\$20 млн.

Производственный комплекс, объединяющий две площадки, позволяет осуществлять весь технологический цикл производства и испытания авиационных двигателей для Су-27/30. На площадках расположены стенды для проведения тестов готовых двигателей (каждый двигатель проходит серию испытаний, прежде чем отправляться заказчику). Степень загрузки оборудования составляет порядка 62% по итогам 2005 г., т.е. УМПО имеет резерв увеличения объемов производства.

В мае 2004 г. был запущен инженерный центр прототипирования, на который было потрачено порядка US\$10 млн. Данный центр представляет собой конструкторско-технологический комплекс быстрого проектирования, изготовления отдельных деталей и проведения оптических измерений. Данный центр на порядок сокращает время освоения новых видов высокотехнологичной продукции. По данным компании, создание отдельных деталей и их промышленное освоение сокращается с 1,0-1,5 лет до 1,0-1,5 месяцев. С его помощью компания может воспроизвести любую деталь не более, чем за 1 месяц. Данный комплекс используется не только при производстве непосредственно деталей, но и при создании инструмента, используемого в серийном производстве. На сегодняшний день данный центр прототипирования используется в процессе разработки новейшего двигателя АЛ-55, промышленное производство которого намечено на начало 2008 г.

В мае 2005 г. была введена вторая очередь Центра прототипирования, которая используется в основном для нужд инструментального производства, аналогов которого в России на сегодняшний день нет (на УМПО установлена всего лишь 10-я подобная установка в мире).

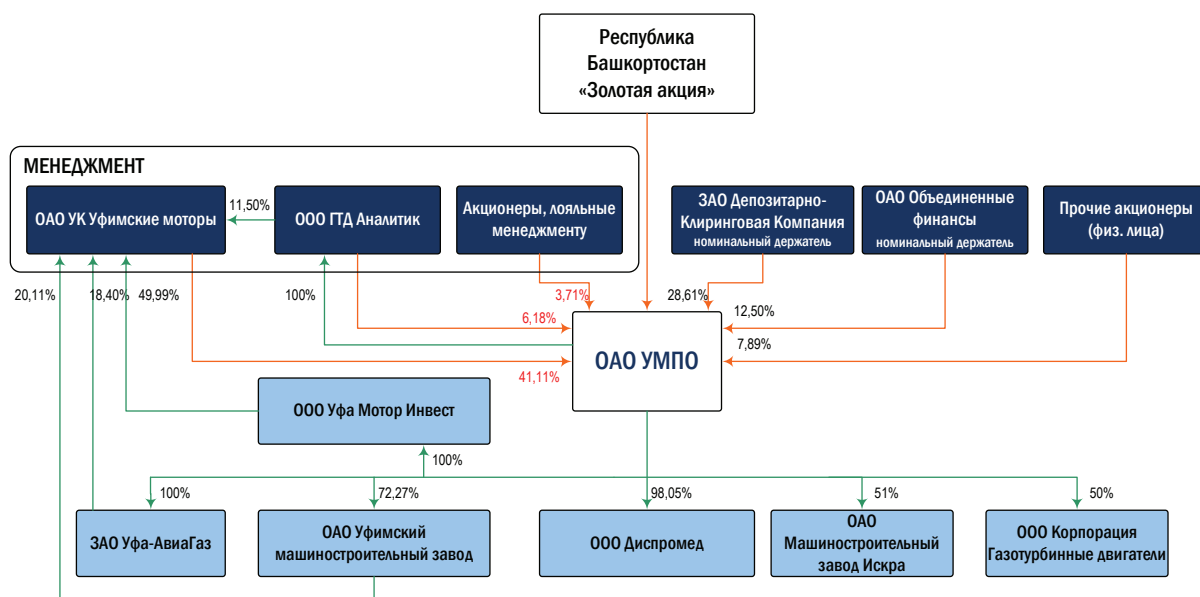
Помимо этого, компания использует ряд самых передовых технологий в процессе производства (аргоно-дуговая сварка из титановых сплавов в вакууме, вакуумно-плазменное напыление и др.), которые позволяют компании

создавать высококачественную продукцию. Новейшее оборудование и технологии сравнимы с мировыми производителями авиационной техники (Boeing, Northrop-Grumman, Pratt & Whitney и др.).

Структура группы

Основу группы составляет компания ОАО УМПО. К числу основных компаний группы относятся ОАО УК Уфимские моторы, ЗАО Уфа-АвиаГаз и ОАО Уфимский машиностроительный завод. Кроме того, в структуре группы компаний УМПО присутствуют несколько компаний, не являющиеся производственными и/или непосредственного участия в основной деятельности компании не принимают. В целом, структура собственности группы УМПО и компании представляется довольно сложной и непрозрачной, так как среди основных акционеров ОАО УМПО находятся номинальные держатели (около 41% в сумме) и физические лица (около 8%). Государство в лице Республики Башкортостан, является значимым акционером компании, которому принадлежит «золотая акция» в УМПО.

Структура собственности группы, ноябрь 2006 г.



Источник: данные компании

На долю ОАО УМПО приходится более 92% все выручки группы (в соответствие с РСБУ по итогам 2005г.). Взаимодействие внутри группы формируется на рыночных принципах. Так, ЗАО Уфа-АвиаГаз приобретает газотурбинные двигатели у УМПО по той же цене, что и ОАО Газпром. Взаимодействие между УМПО и другими компаниями с точки зрения выручки незначительны.

Компании, входящие в группу УМПО		
Компания	Роль	Доля в выручке в 2005 г.
ОАО УМПО	Производство, модернизация, ремонт и гарантийное обслуживание авиационных двигателей, газотурбинных двигателей для газознергетических установок	92%
ЗАО Уфа-АвиаГаз	Разработка, производство, ремонт и гарантийное обслуживание газознергетических установок на базе газотурбинных двигателей	7%
ОАО Уфимский машиностроительный завод	Производство, ремонт и гарантийное обслуживание газознергетических установок, производство продукции гражданского назначения	1%
ОАО УК Уфимские моторы	Решение задач интеграции предприятий в авиадвигателестроении. Управление холдингом (в перспективе)	менее 1%
ОАО Машиностроительный завод Искра	Изготовление технического оснащения для УМПО и передачи по лицензионному контракту в Индию	менее 1%
ООО Корпорация Газотурбинные двигатели	НИОКР в области газотурбинных двигателей	менее 1%
ООО Компания Уфа мотор Инвест	Брокерско-дилерская деятельность на рынке ценных бумаг	менее 1%
ООО ГТД Аналитика	Информационно—консультационные услуги физическим и юридическим лицам	менее 1%
ООО Диспромед	Разработка, производство и реализация медицинского оборудования и медикаментов	менее 1%

Источник: данные компании

Иск ФАУФИ к Правительству Республики Башкортостан

В августе 2005 г. УМПО совместно с Республикой Башкортостан создало ОАО «Управляющая компания «Уфимские моторы». В уставный капитал компании были внесены 25% акций УМПО, принадлежавшие Республике Башкортостан, акции, аккумулированные на дочерних компаниях УМПО (16%), а также денежные средства со стороны дочерних компаний УМПО. В результате группа УМПО получила 50,01% Управляющей компании, Республика Башкортостан – 49,99%.

В феврале 2006 г. Федеральное агентство по управлению федеральным имуществом (Росимущество) подало иск, оспаривающий создание Управляющей компании «Уфимские моторы». Ответчиком по иску является Правительство Республики Башкортостан, соответчик – Управляющая компания «Уфимские моторы», УМПО выступает третьим лицом. Насколько мы понимаем, конечной целью Росимущества является передача 25% акций УМПО из республиканской в федеральную собственность.

Летом 2006 г. Высший арбитражный суд передал данный иск на рассмотрение в Арбитражный суд Республики Башкортостан. В настоящее время процесс рассмотрения иска носит вялотекущий характер – представители ФАУФИ трижды не являлись на заседание суда.

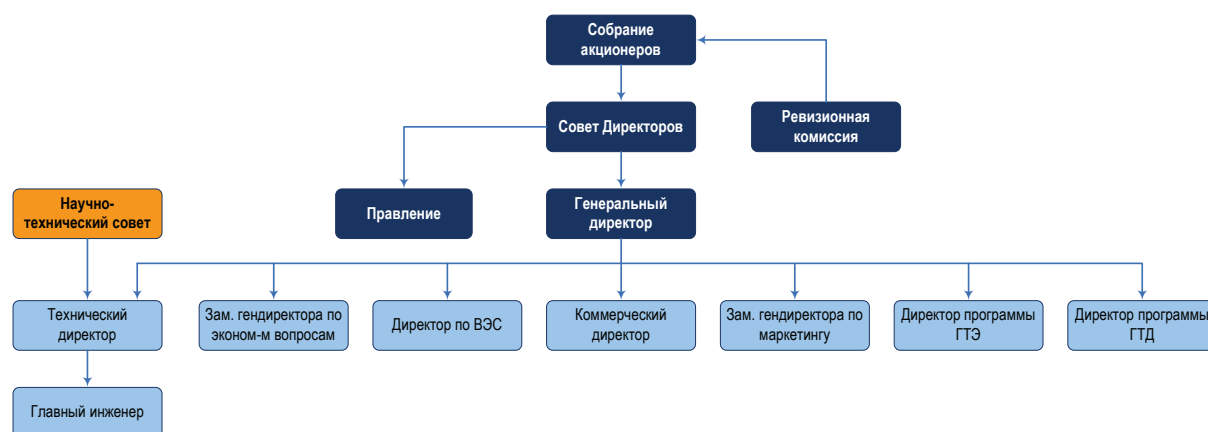
По итогам прошедшего в ноябре 2006 г. аукциона дочерние структуры УМПО приобрели долю Республики Башкортостан в Управляющей компании за 2,3 млрд. руб. По мнению менеджмента, наличие у самого УМПО и близких к менеджменту акционеров контрольного пакета акций предприятия позволит УМПО активно участвовать в процессах консолидации в российской двигателестроительной подотрасли.

Мы оцениваем вероятность удовлетворения иска ФАУФИ как невысокую. Даже если иск будет удовлетворен, по нашему мнению, это не окажет негативного влияния на операционные и финансовые результаты компании. Более того, в этом случае, группа УМПО получит обратно средства, потраченные на приобретение акций ОАО «Управляющая компания «Уфимские моторы».

Управление и менеджмент

Высшим органом управления УМПО является общее собрание акционеров. Другими органами управления компании являются Совет директоров, Генеральный директор и Правление компании, компетенция которых определена в уставе. Данная структура управления является стандартной для акционерных обществ.

Структура управления



Источник: данные компании

Совет директоров и корпоративное управление

Совет директоров осуществляет общее руководство деятельностью, определяет стратегию развития и направления инвестиционной деятельности УМПО. В составе Совета директоров наибольшее число мест принадлежит менеджменту компании. 6 мест из 15 принадлежит независимым директорам, которые в основном представляют Рособоронэкспорт и различные министерства и ведомства России. Это подчеркивает стратегическую важность УМПО для государства. Компания предпринимает шаги, направленные на улучшение прозрачности (переход на МСФО с 2007 г.).

Структура совета директоров, ноябрь 2006 г.



Источник: данные компании

Совет Директоров, ноябрь 2006 г.

№	ФИО	Должность	Роль
1	Алешин Алексей Владиславович	Зам.генерального директора, ФГУП Рособоронэкспорт	Независимый
2	Артюхов Александр Викторович	Генеральный директор, ОАО УМПО	Менеджмент
3	Брылев Владимир Ильич	Генеральный директор, ООО Корпорация Газотурбинные двигатели	Независимый
4	Гончаренко Иван Максимович	Зам.генерального директора, ФГУП Рособоронэкспорт	Независимый
5	Евстафьев Сергей Васильевич	Коммерческий директор, ОАО УМПО	Менеджмент
6	Кадылинская Наталья Владимировна	Консультант, Росимущество	Независимый
7	Клинский Олег Викторович	Заместитель министра, Минимущество Республики Башкортостан	Респ. Башкортостан
8	Кривной Павел Иавнович	Директор стратегического развития, ОАО УМПО	Менеджмент
9	Мартынов Герман Васильевич	Глава муниципального образования Калининский р-н г. Уфа	Респ. Башкортостан
10	Павлинич Сергей Петрович	Технический директор, ОАО УМПО	Менеджмент
11	Пустовгаров Юрий Леонидович	Заместитель Премьер-министра Республики Башкортостан	Респ. Башкортостан
12	Сарбаев Раиль Салихович	Министр, Минимущества Республики Башкортостан	Респ. Башкортостан
13	Старожук Евгений Андреевич	Зам. начальника отдела Федерального агентства по промышленности (Роспром)	Независимый
14	Степанов Алексей Николаевич	Вед. специалист, ДООАО Оргэнергогаз (ОАО Газпром)	Независимый
15	Ширеев Решат Давлетович	Финансовый директор, ОАО УМПО	Менеджмент

Источник: данные компании

Менеджмент

Генеральный директор и Правление коллегиально осуществляют руководство текущей деятельностью и являются основным менеджментом УМПО. С 2006 г. Генеральным директором компании является Артюхов Александр Викторович, работающий на УМПО с 1993 г. Топ-менеджмент компании в большинстве своем представляет выпускников Уфимского государственного авиационного технического университета (УГАТУ), ранее называвшегося Уфимский авиационный институт (УАИ).

Менеджмент					
ФИО	Возраст	Позиция	Работа в УМПО	Образование	Опыт работы
Артюхов Александр Викторович	36	Генеральный директор	с 1993 г.	1996 г. – Уфимский государственный авиационный технический университет 1998 г. – Башкирская академия государственной службы и управления	2002-2003 гг. – заместитель генерального директора по экономическим вопросам ОАО УМПО 2003-2005 гг. – заместитель генерального директора – главный бухгалтер ОАО УМПО 2005-2006 гг. – исполнительный директор ОАО УМПО 2006 г. – н.в. – Генеральный директор ОАО УМПО
Ширеев Решат Давлетович	57	Зам. гендиректора, Финансовый директор	с 1992 г.	1976 г. – Уфимский авиационный институт	1998 г. - настоящее время – финансовый директор ОАО УМПО
Павлинич Сергей Петрович	52	Технически директор	с 1976 г.	1976 г. – Уфимский авиационный институт	1998-2002 гг. – зам. технического директора ОАО УМПО 2002-2004 гг. – генеральный директор ЗАО «Уфа-АвиаГаз» 2004 г. – н.в. – технический директор ОАО УМПО
Валеев Рустам Ражапович	35	Главный бухгалтер	с 2006 г.	1994 г. – Уфимский государственный авиационный технический университет 1996 г. – Всероссийский заочный финансово-экономический институт 1998 г. – Уфимский авиационный институт	1997-2002 гг. – ООО «Аудит-безопасность» 2002-2006 гг. – заместитель генерального директора ООО «Аудит-безопасность» 2006 г. – н.в. – главный бухгалтер ОАО УМПО
Евстафьев Сергей Васильевич	40	Зам. гендиректора, Коммерческий директор	с 1988 г.	1998 г. – Башкирская академия государственной службы и управления	1998-2005 гг. – заместитель коммерческого директора ОАО УМПО 2005 г. – н.в. – коммерческий директор ОАО УМПО
Агзамов Рафик Закариевич	60	Зам. гендиректора, Директор по маркетингу	с 2000 г.	1974 г. – Уфимский авиационный институт	2000-2001 гг. – зам. гендиректора по маркетингу и сбыту ОАО УМПО 2001- н.в. - зам. гендиректора, Директор по маркетингу

Источник: данные компании

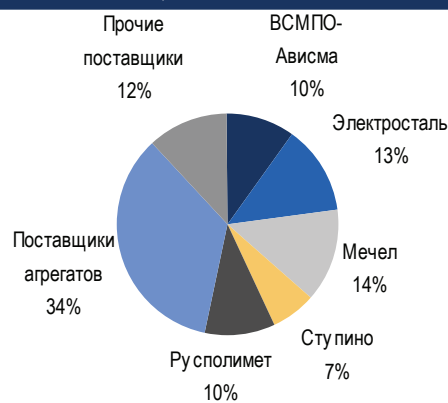
Поставщики

Специфика собираемой продукции определяет структуру поставщиков. Основными поставщиками являются производители металлов и сплавов, а также агрегатные заводы, поставляющие отдельные детали двигателя. На долю металлургических компаний приходится более 50% всех поставок, тогда как на агрегатные компании приходится порядка 35%; остальное - поставщики прочих материалов и компонентов.

Основным поставщиком компании является группа компаний Мечел, у которой УМПО приобретает металл и жаропрочные сплавы. Другими важными поставщиками являются Электросталь и Русполимет, поставляющие жаропрочные сплавы и прокат, а также корпорация ВСМПО-Ависма, являющаяся крупнейшим производителем титана в мире и единственным в России.

В части определенных компонентов и сырья УМПО в значительной степени зависит от своих поставщиков, что может представлять риск для компании. При чем, зависимость от металлургических компаний значительнее в силу уникальности поставляемых материалов (титан, жаропрочные сплавы), чем от поставщиков комплектующих (в основном отдельные агрегаты для двигателя), так как компания при необходимости может либо воспользоваться аналогичными комплектующими других производителей (в том числе, иностранного производства), либо организовать собственное производство. Риск низкой диверсификации

Основные поставщики УМПО, 9 месяцев 2006 г.



Источник: данные компании

поставщиков в значительной степени нивелируется тем, что УМПО является для них крупным и важным клиентом.

Условия договоров с поставщиками по срокам и порядку оплаты, как правило, определяются условиями экспортного контракта, но зачастую компании приходится осуществлять предоплату, что увеличивает потребности в оборотном капитале (на материалы, комплектующие и агрегаты приходилось от 48% до 55% в себестоимости в 2002-2005 гг.).

Покупатели

Специфика выпускаемой продукции определяет и структуру покупателей, которыми являются производители истребителей Су-27/30 (НПК Иркут, АХК Сухой, ОАО «КНААПО») и Рособоронэкспорт. На конец ноября 2006 г. общий портфель заказов составляет US\$918 млн. до 2009 г., из которых 50% приходится на Рособоронэкспорт, представляющего собой эксклюзивного государственного посредника в области экспорта продукции военного назначения. Рособоронэкспорт заключает контракты с представителями иностранных государств, заинтересованных в оборонной продукции. Так как УМПО не имеет права самостоятельно выходить на международный рынок, то компания не ведет переговоров с потенциальными покупателями. Рособоронэкспорт прорабатывает контакты на поставку двигателей для Су-27/30 и их сервисного обслуживания с иностранными заказчиками и в случае подписания контракта заключает аналогичный контракт с УМПО. За свои услуги Рособоронэкспорт взимает комиссию в размере 5-15% от суммы контракта. Большая часть двигателей АЛ-31Ф реализуется через Рособоронэкспорт (67% всех поставок до 2009 г.), при этом данный двигатель составляет 32% портфеля заказов компании.

Вторым наиболее значимым покупателем является НПК Иркут, на который приходится порядка 39% текущего портфеля заказов (около 63% портфеля заказов на двигатель АЛ-31ФП).

Поставка двигателей на экспорт в составе истребителей, собираемых на НПК Иркут и КНААПО, предполагает более длительный период с момента поставки до момента окончательного расчета, чем при работе с Рособоронэкспортом. Производители Су-27/30 заключают контракты с УМПО под действующие контракты. Такие контракты обычно предполагают предоплату в размере 20-30% и окончательный расчет после отгрузки истребителей заказчику. Соответственно, аналогичная предоплата поступает и на УМПО. Окончательный расчет за двигатели поступает через 6-12 месяцев с момента отгрузки двигателей и зависит от того, сколькими партиями и в каком количестве СУ-27/30 поставляются заказчику.

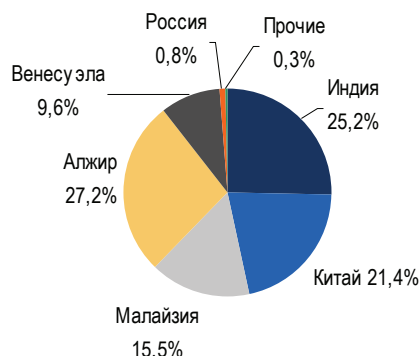
Таким образом, поставка двигателей для Рособоронэкспорт более выгодна для УМПО, так как 15-20% денежных средств поступают в виде авансового платежа и 80-85% поступают в течение 20-30 дней с момента отгрузки. Кроме того, цена на двигатели для НПК Иркут на 10-15% меньше, чем по контрактам с Рособоронэкспортом.

Структура затрат

В структуре себестоимости компании наибольшую долю занимают расходы на комплектующие и агрегаты для двигателей (45% в 2004 г. и 36% в 2005 г.). Учитывая, что риск зависимости от поставщиков значителен, УМПО предпринимает шаги по снижению доли агрегатов и комплектующих, закупаемых у других компаний за счет налаживания собственного производства. Как результат, расходы на сырье и материалы увеличились с 10% до 15%, тогда как доля комплектующих и агрегатов снизилась с 45% до 36% в 2005 г. Тем не менее, достижение полной обеспеченности собственными комплектующими по данным компании в ближайшей перспективе маловероятно.

Значительная доля издержек приходится на общехозяйственные и общепроизводственные расходы (вода, электроэнергия, горюче-смазочные материалы, заработная плата административно-управленческого персонала и т.д.), на которые в 2004-2005 гг. приходилось порядка 40% себестоимости УМПО.

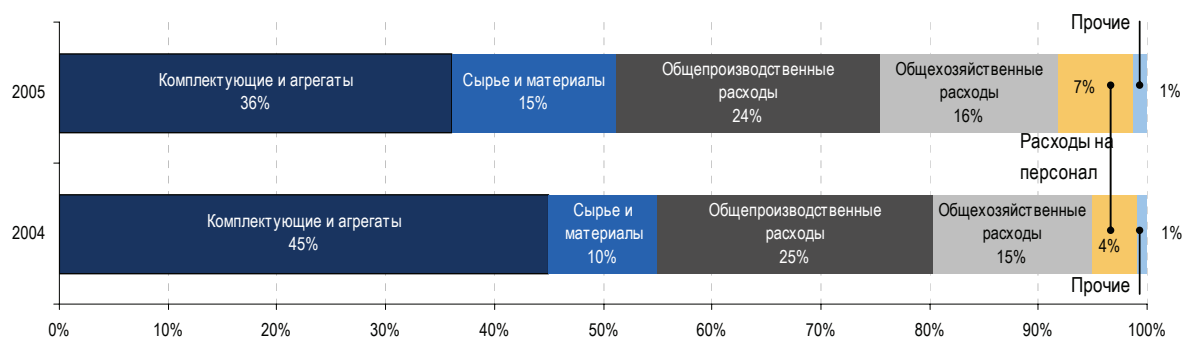
Портфель заказов УМПО до 2009 г.



Источник: данные компании

Расходы на оплату труда составляют незначительную долю в структуре затрат.

Структура себестоимости продукции УМПО, 2004-2005 гг.



Источник: данные компании

Оборотный капитал

Компания характеризуется высокой волатильностью и длительной оборачиваемостью оборотного капитала, что определяется спецификой ее производственной деятельности. После подписания контракта на поставку двигателей компания заключает основные контракты на комплектующие и материалы, которые предполагают до 100% предоплаты. Большую часть запасов УМПО формирует в начале технологического цикла, тогда как большая часть денежных средств (70-75%) поступает после исполнения контракта. Весь технологический цикл изготовления двигателя составляет около 9 календарных месяцев. Таким образом, длительный производственный цикл как двигателя, так и самолета определяют потребность в финансировании оборотного капитала в период заключения контрактов. В случае более равномерной загрузки предприятия волатильность оборотного капитала будет снижаться, а оборачиваемость – увеличиваться.

Стратегия

Стратегия УМПО направлена на развитие следующих направлений:

■ Фокус на производстве авиационных двигателей:

- расширение модельного ряда существующих двигателей – создание и производство двигателя АЛ-55 для учебно-боевых истребителей, дальнейшая модернизация двигателя АЛ-31ФП для Су-30МК и более поздних модификаций, производство двигателей для Бе-200 и Ту-334;
- участие в разработке двигателя пятого поколения – в соответствии с решением Правительства РФ от 23 августа 2000 г. и трехсторонним соглашением между НПО Сатурн, УМПО и АХК Сухой двигатель для самолета пятого поколения разрабатывается НПО Сатурн, производство узлов осуществляется в кооперации на предприятиях УМПО, НПО Сатурн и АХК Сухой;
- развитие сервиса по ремонту и техническому обслуживанию авиационных двигателей УМПО.

■ Диверсификация производства за счет развития производства газотурбинных приводов на базе двигателя АЛ-31СТи создание новых перспективных направлений развития бизнеса;

■ Дальнейшее повышение конкурентоспособности двигателей УМПО за счет использования прогрессивных производственных, управленческих и информационных технологий, управления издержками производства, совершенствования качества продукции;

■ Взаимодействие с иностранными разработчиками и производителями двигателей для создания газо-турбинных установок, модернизация и организация нового современного завода по их серийному производству.

Предполагаемый объем инвестиций за счет различных источников до 2010 г. составит порядка 5,6 млрд. руб. (около US\$200 млн.), которые будут финансироваться как за счет собственных средств (нераспределенная прибыль), так и за счет привлечения заемного финансирования (кредиты банков, выход на публичные долговые рынки).

Финансовый анализ

Анализ выполнен на основе отчетности ОАО УМПО по РСБУ. На данное предприятие приходится более 90% выручки и активов, а также более 80% обязательств группы (по итогам 2005 г.). По данным УМПО, операции с дочерними компаниями осуществляются на рыночных принципах.

Основные финансовые показатели, US\$ млн.				
	2003	2004	2005	9 мес. 2006
Отчет о прибылях и убытках				
Выручка	406,8	363,8	369,4	278,8
Валовая прибыль	157,2	129,2	114,1	76,8
Операционная прибыль	135,6	98,2	81,6	48,6
Прибыль до налогообложения	105,2	88,2	59,8	45,5
Чистая прибыль	89,8	65,4	36,2	31,2
Баланс				
Собственный капитал	267,8	354,1	371,6	424,2
Финансовый долг	107,0	55,9	145,2	273,0
Основные средства	48,4	64,0	67,1	73,2
Итого активов	522,8	512,0	630,0	902,6
Отчет о движении денежных средств				
Поток денежных средств от операций	(112,8)	90,6	(79,2)	(44,0)
Капвложения	(23,6)	(48,3)	(34,5)	(25,4)
Свободный поток денежных средств	2,9	(5,0)	13,8	0,5
Кoeffициенты				
Валовая рентабельность	39%	36%	31%	28%
Рентабельность операционной прибыли	33%	27%	22%	17%
Чистая рентабельность	22%	18%	10%	11%
Финансовый долг / операционная прибыль	0,8	0,6	1,8	2,1
Долг/собственный капитал	0,4	0,2	0,4	0,6

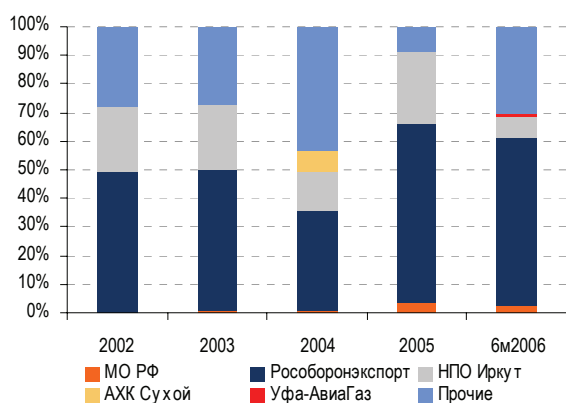
Источник: данные компании

Выручка

Выручка компании в значительной степени волатильна, так как зависит от сроков и условий поставок по контрактам. Отгрузка готовых двигателей и, соответственно, выручка по контракту может быть значительно растянута во времени. На 2003 г. пришлось наибольшее количество отгруженных авиационных двигателей за последние 5 лет, в результате чего финансовые результаты 2004-2005 гг. выглядят хуже результатов 2003 г.

Однако, за 9 месяцев 2006 г. отмечается рост выручки на 23% по сравнению с аналогичным периодом 2005 г. (исполнение контрактов с Рособоронэкспортом на поставку двигателей АЛ-31Ф в Китай). Мы ожидаем, что по итогам 2006 г. выручка УМПО вырастет до US\$514,7 млн., так как на 4-й квартал приходится значительный объем отгрузки по контрактам. По оценкам самой компании и заключенным контрактам выручка в 2007г. составит около US\$675 млн.

Структура выручки по основным потребителям



Источник: данные компании

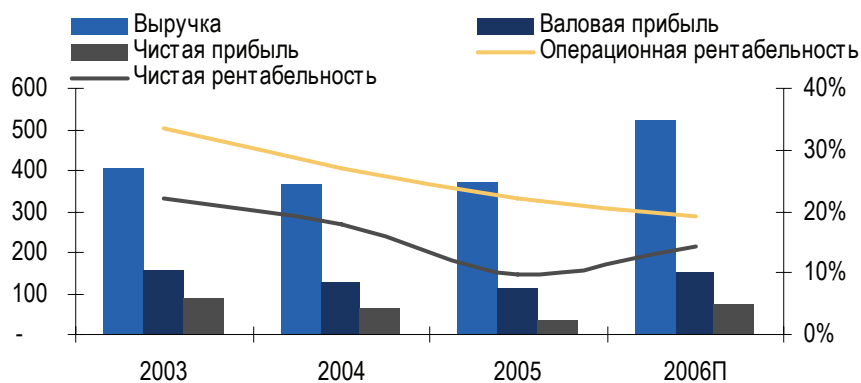
Рентабельность

Контракты на поставку двигателей УМПО на 95% номинированы в долларах США, тогда как более 80% контрактов на поставку материалов и комплектующих выражены в рублях. Вследствие продолжающейся тенденции реального

укрепления курса рубля рентабельность УМПО падает. В 2003-2005 гг. валовая рентабельность снизилась с 39% до 31%.

Компания предпринимает ряд мер, направленных на преодоление негативных последствий укрепления курса рубля, за счет привлечения кредитов и заключения на год и более контрактов с поставщиками в долларах США. Мы ожидаем, что по итогам 2006 г. валовая рентабельность УМПО составит 29%.

Прибыль и рентабельность, US\$ млн., %



Источник: данные компании, оценка МДМ Банка

Увеличение коммерческих расходов в 2003-2005 гг. (+43,9% в 2004 г. и +5,0% в 2005 г.), связанное в первую очередь с ростом комиссионных платежей Рособоронэкспорту. Мы предполагаем, что по итогам 2006 г. операционная рентабельность составит порядка 19%.

Собственный капитал

УМПО демонстрирует положительную динамику собственного капитала в 2003-2005 гг., так как прибыль в основном направлялась в развитие производства. Величина собственного капитала увеличилась с US\$268,2 млн. в 2003 г. до US\$424,2 млн. на конец 3-го квартала 2006 г. Рост собственного капитала позволил компании привлекать значительный объем заемного финансирования на свой баланс, без существенного увеличения показателей долговой нагрузки. Компания планирует увеличение уставного капитала на 24,99% через допэмиссию, направленное на финансирование инвестиционной программы УМПО.

Оборотный капитал

Длительный производственный и бизнес-цикл УМПО предполагают формирование запасов по контракту за год-полтора до поступления выручки, что определяет высокую потребность в оборотном капитале. Наибольшая потребность в рефинансировании оборотного капитала возникает в периоды заключения новых контрактов. В период 2003-2005 гг. финансовый долг увеличился с US\$107,0 млн. до US\$145,2 млн., когда портфель заказов увеличился более чем на US\$1 млрд.

Можно ожидать, что при дальнейшем увеличении портфеля заказов и их более равномерном распределении во времени, загрузка мощностей будет расти, движение средств будет более равномерным, оборачиваемость оборотного капитала будет увеличиваться. Риск рефинансирования оборотного капитала при этом будет возрастать.

Оборотный капитал, US\$ млн.

	2003	2004	2005	9 мес. 2006
Выручка	406,8	363,8	369,4	278,8
Запасы	131,1	195,0	243,0	352,5
-% от выручки последующего года	36%	53%	47%	н.д.
Дебиторская задолженность	264,6	114,5	190,3	257,3
-% от выручки последующего года	73%	31%	37%	н.д.
Кредиторская задолженность	138,8	88,7	93,3	172,6
-% от выручки последующего года	38%	24%	19%	н.д.

Источник: данные отчетности, оценка МДМ Банка

Кредиторская задолженность является важным источником финансирования наравне с заемным финансированием. В 2003-2004 гг. кредиторская задолженность превышала величину финансового долга (US\$138,8 млн. против

US\$107,0 млн. и US\$88,7 млн. против US\$55,9 млн. соответственно). Снижение кредиторской задолженности в 2004 г. является результатом погашения реструктуризированных долгов перед бюджетом.

Финансовый долг и кредитный портфель

УМПО характеризуется умеренной долговой нагрузкой, позволяющей привлекать значительное долговое финансирование в модернизацию мощностей и на пополнение оборотного капитала в случае увеличения портфеля заказов. По итогам 2005 г. соотношение «Финансовый долг/операционная прибыль» составил 1,8х. За 9 месяцев 2006 г. финансовый долг почти удвоился, в результате чего этот показатель составил 2,1х. Это связано с увеличением портфеля заказов, разработкой двигателя АЛ-55 для учебно-боевых истребителей ВВС Индии, инвестициями в создание новых видов продукции (газотурбинные установки). Приобретение акций УК «Уфимские моторы» косвенно повлияло на рост долговой нагрузки. В соответствии с внутренней финансовой политикой УМПО, компания намерена удерживать соотношение «Долг/Собственные средства» в пределах 1,0х. По итогам 9 месяцев 2006 г. этот показатель составил 0,6х.

Кредитный портфель (на 27 ноября 2006 г.)					
Кредитор	Остаток, млн. руб.	Эквивалент, US\$ млн.*	Срок погашения	Ставка	
Кредиты в рублях					
Газпромбанк	50,0	1,9	03.11.2006	7,00%	
Кредиты в долларах США					
Росбанк		11,6	06.12.2006	9,00%	
ЕврофинансМоснарбанк		10,0	11.12.2006	9,35%	
ЕврофинансМоснарбанк		5,0	19.12.2006	9,35%	
Уралсиб		10,0	20.12.2006	7,00%	
Башкирское ОСБ		20,0	20.12.2006	8,20%	
Росбанк		10,0	22.12.2006	8,00%	
МДМ банк		2,5	25.12.2006	9,50%	
ЕврофинансМоснарбанк		2,5	26.12.2006	9,35%	
ЕврофинансМоснарбанк		5,0	28.12.2006	8,95%	
ЕврофинансМоснарбанк		3,0	28.12.2006	8,90%	
МДМ банк		9,0	28.12.2006	8,95%	
Росбанк		3,5	29.12.2006	7,50%	
Росбанк		17,0	29.12.2006	7,50%	
Альфабанк		6,5	17.01.2007	9,30%	
МДМ банк		10,0	29.01.2007	9,50%	
МДМ банк		2,2	29.01.2007	9,50%	
Росбанк		7,0	05.02.2007	8,90%	
Башкирское ОСБ		10,0	07.02.2007	9,00%	
Альфабанк		5,0	20.02.2007	9,00%	
Альфабанк		5,0	21.02.2007	9,00%	
Росбанк		4,0	28.02.2007	8,60%	
МДМ банк		7,5	16.04.2007	9,50%	
Росбанк		5,0	23.04.2007	9,40%	
Башкирское ОСБ		10,0	04.05.2007	8,20%	
Башкирское ОСБ		20,0	23.05.2007	8,20%	
Башкирское ОСБ		5,0	06.12.2007	8,50%	
Башкирское ОСБ		12,5	18.07.2007	8,20%	
Башкирское ОСБ		7,1	*	9,20%	
Башкирское ОСБ		15,4	*	9,20%	
Башкирское ОСБ		16,8	*	9,20%	
ИТОГО		260,0			

Примечание: Официальный курс ЦБ на 27 ноября 2006 г. 26,3666 руб. за долл. США

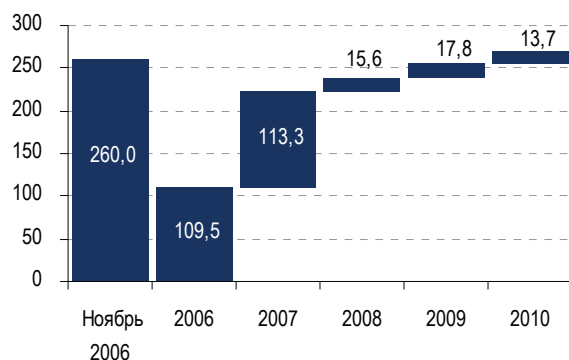
* - индивидуальный график погашения

Источник: данные компании

В составе кредитного портфеля компании преобладают краткосрочные займы банков. Почти весь долговой портфель (99%) номинирован в долларах США, что соответствует политике УМПО по снижению влияния укрепления рубля на рентабельность компании. Все кредиты банков обеспечены валютной выручкой по экспортным контрактам.

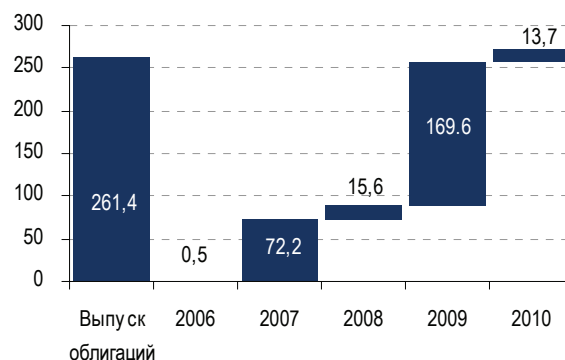
Кроме того, по состоянию на конец ноября 2006 г. у компании было порядка US\$50 млн. невыбранных банковских лимитов, что снижает риск неликвидности, в случае непредвиденной задержки авансового платежа от заказчика.

График погашения на 27 ноября 2006 г., US\$ млн.



Источник: данные компании

График погашения после выпуска облигаций, US\$ млн.



Источник: данные компании

УМПО планирует направить средства от размещения облигационного займа на рефинансирование текущей краткосрочной задолженности компании. Таким образом, в результате выпуска облигаций размер финансового долга практически не изменится. Тем не менее, мы ожидаем рост долговой нагрузки УМПО в дальнейшем. Это будет обусловлено возможным увеличением оборонного заказа, вследствие чего возрастет потребность в оборотном капитале, и дальнейшим укреплением рубля, что будет сказываться на рентабельности компании.

Управляющий директор, Начальник Управления торговли и продаж на рынке долговых обязательств

Сергей Бабаян

Sergey.Babayan@mdmbank.com

Отдел продаж: bond_sales@mdmbank.com

Линаида Еремина	+7 495 363 55 83
Дмитрий Омельченко	+7 495 363 55 84
Наталья Ермолицкая	+7 495 960 22 56
Богдан Круть	+7 495 363 27 44
Коррадо Таведжиа	+7 495 787 94 52

Отдел торговли долговыми инструментами

Николай Панюков	Nicolay.Panyukov@mdmbank.com
Александр Зубков	Alexander.Zubkov@mdmbank.com
Евгений Лысенко	Evgeny.Lysenko@mdmbank.com

Отдел РЕПО

Алексей Базаров	Alexei.Bazarov@mdmbank.com
Денис Анохин	Denis.Anokhin@mdmbank.com

Соуправляющий департамента аналитики

Алекс Кантарович, CFA

Alex.Kantarovich@mdmbank.com

Соуправляющий департамента аналитики

Ким Искян

Kim.Iskryan@mdmbank.com

Анализ рынка облигаций и кредитного риска

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com
Николай Богатый	Nikolay.Bogatyi@mdmbank.com

Елена Морозова	Elena.Morozova2@mdmbank.com
Денис Воднев	Denis.Vodnev@mdmbank.com
Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com

Металлургия

Майкл Каванаг	Michael.Kavanagh@mdmbank.com
Андрей Литвин	Andrey.Litvin@mdmbank.com

Нефть и газ

Надежда Казакова, CFA	Nadezhda.Kazakova@mdmbank.com
Андрей Громадин, CFA	Andrey.Gromadin@mdmbank.com

Стратегия, экономика, банки

Алекс Кантарович, CFA	Alex.Kantarovich@mdmbank.com
Питер Вестин	Peter.Westin@mdmbank.com
Ирина Плевако	Irina.Plevako@mdmbank.com

Телекомы

Елена Баженова	Elena.Bazhenova@mdmbank.com
Екатерина Генералова	Ekaterina.Generalova@mdmbank.com

Редакторы

Натан Гарденер	Nathan.Gardener@mdmbank.com
Томас Лавракас	Thomas.Lavrakas@mdmbank.com
Екатерина Огурцова	Ekaterina.Ogurtsova@mdmbank.com
Андрей Гончаров	Andrey.Goncharov@mdmbank.com

Потребительский сектор

Ким Искян	Kim.Iskryan@mdmbank.com
Елена Афонина	Elena.Afonina@mdmbank.com
Алексей Гоголев	Alexey.Gogolev@mdmbank.com

Электроэнергетика

Тигран Оганесян	Tigran.Hovhannisyan@mdmbank.com
-----------------	---------------------------------

Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Отчет основан на источниках информации, заслуживающих доверие, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. Информация может быть изменена нами без предварительного уведомления.

© 2006, ОАО МДМ-Банк. Без разрешения МДМ-Банка запрещается воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, публично показывать, преобразовывать в цифровую форму, синтезировать, опубликовывать, модифицировать, усовершенствовать, адаптировать, переводить на другие языки, использовать с другими произведениями, рекламировать, распространять, публицизировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.