



## Кредитное Исследование

### «ИРКУТ»: чистое небо в пределах видимости

млн. долл. США	2003	2004	Прирост
Выручка	522.0	621.9	19%
Вал. прибыль	206.9	291.2	41%
Опер. прибыль	75.3	148.5	97%
Чистая прибыль	1.8	68.4	3668%

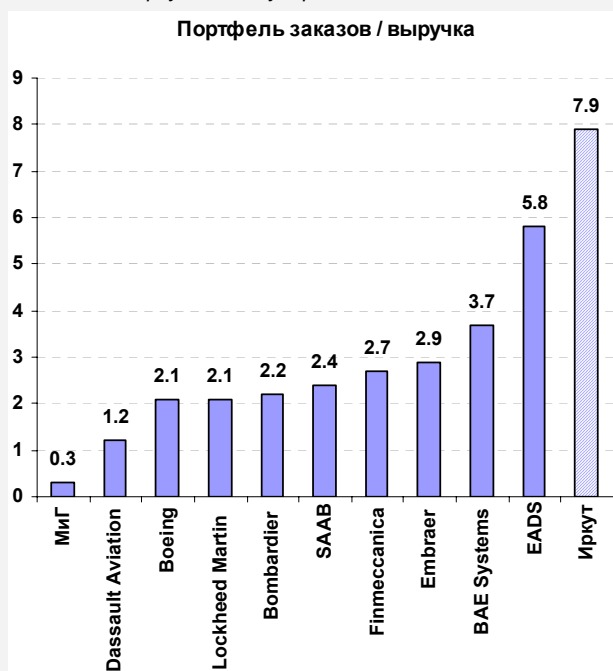
	2003	2004
Валовая маржа	39.6%	46.8%
Операционная рент-ть	14.4%	23.9%
Чистая рент-ть	0.3%	11.0%

млн. долл. США	2003	2004	Прирост
Чист. фин. долг	570.2	407.2	-29%
Акц-ный капитал	33.64	153.87	357%
Оборотные средства	371.8	300.8	-19%

	2003	2004
Коэфф. текущ. лик-ти	1.0	2.2
ЕБИТДА / Проц. Расходы	1.2	2.7
Долг / Капитал	17.3	3.4

\* на конец 2004 г.

Источник: Иркут, 2004 аудированная отчетность по МСФО



Источник: данные компаний, оценка МДМ Банка

Осн. показатели	2005 (О)	2006 (П)	2007 (П)	2008 (П)
Чистый долг / ЕБИТДА	3,1	3,4	3,0	1,7
ЕБИТДА / Процентные выплаты	2,7	3,0	3,0	5,9
Долг / Капитал	2,8	2,2	1,6	1,1

- **Крупнейшая частная авиастроительная компания России, обеспечивающая 20% отечественного авиаэкспорта.** ОАО «Корпорация «Иркут» (далее - Иркут, Корпорация) наращивала объемы выручки в среднем на 26% в год (CAGR) за последние 4 года, показав \$622 млн. продаж на конец 2004г. По объемам выручки Корпорация занимает вторую позицию среди всех самолетостроителей России.

- **Самый объемный портфель заказов в отрасли.** Корпорация имеет нереализованный портфель заказов на сумму \$3,9 млрд. и наибольшее соотношение портфеля заказов к выручке среди всех отечественных и зарубежных компаний отрасли, демонстрируя потенциал прироста объемов выручки. Мы ожидаем увеличение продаж до \$1 млрд. в 2006г. Основная часть портфеля будет продолжать формироваться за счет Су-30МК; портфель будет постепенно диверсифицироваться в сторону перспективных разработок и производства авиакомпонентов по программе EADS.

- **Самая высокая рентабельность по отрасли в 2004г.** Операционная прибыль составила \$148 млн (24% от выручки). Иркут лидирует по этому показателю среди российских и иностранных производителей. До 2010г. мы ожидаем снижение операционной рентабельности до 17% в среднем.

- **Высокое качество продукции.** Иркут имеет международный сертификат качества ISO 9001 и удовлетворяет требованиям качества EADS. Подписав договор о намерениях о покупке 10% акций Корпорации 16-го августа 2005г., EADS подтвердил планы на расширение кооперации с Корпорацией, и проявил заинтересованность в приращении ее корпоративной стоимости.

- **Менеджмент Корпорации на ключевых постах крупных предприятий отрасли в преддверии создания Объединенной Авиастроительной Корпорации (ОАК).** Представители топ-менеджмента Корпорации были назначены Правительством РФ на ключевые посты ведущих авиапредприятий отрасли в преддверии ее консолидации. Иркут планирует влиться в состав ОАК к 2008-2010 году.

- **Операционный денежный поток позволяет обслуживать долг Корпорации.** На конец 2004г. Чистый долг Иркут составил \$407 млн. (на 28,6% меньше, чем в 2003г.). ЕБИТДА (\$166 млн) превысила процентные расходы в 2,7 раза. Мы ожидаем сохранения этого соотношения в 2005г.

Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Настоящий документ основан на общедоступных источниках информации, заслуживающих доверие, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. Любая информация в настоящем документе может быть изменена нами в любой момент без предварительного уведомления.

© 2005, МДМ Банк. Без разрешения МДМ Банка запрещается воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, опубликовывать, переводить на другие языки, распространять и совершать любые другие действия.

**SWOT АНАЛИЗ**

<b>Сильные стороны</b>	<b>Слабые стороны</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ ЕВІТ рентабельность (23,9%) - самая высокая по отрасли в 2004г.;</li> <li>✓ Свыше 40% портфеля заказов (\$5,3 млрд.) российского военного авиапрома;</li> <li>✓ Международный сертификат качества ISO 9001, 50 патентов на полезные модели;</li> <li>✓ Профессиональный менеджмент.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Зависимость финансовых показателей от наличия заказов;</li> <li>✓ 68% портфеля заказов приходится на Индию (МО и HAL).</li> </ul>
<b>Возможности</b>	<b>Угрозы</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Тенденция роста спроса на рынке вооружения;</li> <li>✓ Расширение программы поставок комплектующих для EADS;</li> <li>✓ Статус приоритетной отрасли определяет долгосрочную перспективу развития;</li> <li>✓ Перспективные модели включают Бе-200, Як-130 и БПЛА;</li> <li>✓ Госрегулирование ценообразования предоставляет комфорт в плане минимальной рентабельности.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Уменьшение конкурентоспособности Су-30МК в долгосрочной перспективе (2015г.);</li> <li>✓ Низкая вероятность гособоронзаказа до 2010г.;</li> <li>✓ Укрепление реального курса рубля негативно влияет на платежеспособность Корпорации;</li> <li>✓ Есть опасность перевода заказа на конкурирующее сборочное предприятие.</li> </ul>

**СОДЕРЖАНИЕ**

SWOT АНАЛИЗ .....	2
ИРКУТ: КРУПНЕЙШАЯ ЧАСТНАЯ КОМПАНИЯ ОТРАСЛИ .....	3
ОБЗОР ОТРАСЛИ ВОЕННОГО АВИАСТРОЕНИЯ .....	6
КОНСОЛИДАЦИЯ ОТРАСЛИ .....	8
СПРОС .....	9
ОСНОВНЫЕ ВИДЫ ПРОДУКЦИИ .....	12
ОТЕЧЕСТВЕННАЯ КОНКУРЕНЦИЯ .....	14
МЕЖДУНАРОДНАЯ КОНКУРЕНЦИЯ .....	15
СТРУКТУРА ЗАТРАТ .....	16
ФИНАНСОВЫЙ АНАЛИЗ .....	18
СТРАТЕГИЯ .....	22
ФИНАНСОВАЯ МОДЕЛЬ .....	23
АНАЛИЗ ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТИ .....	25
ЗАКЛЮЧЕНИЕ .....	26

## ИРКУТ: КРУПНЕЙШАЯ ЧАСТНАЯ КОМПАНИЯ ОТРАСЛИ ...

**Иркут является ведущим частным производителем военной авиатехники.** Иркут - одна из немногих мировых компаний, которые обладают возможностями для осуществления проектирования, производства, обслуживания и испытания современных самолетов.

Корпорация создана в 2004 г. на основе одного из крупнейших в стране Иркутского авиационного производственного объединения (ИАПО), специализирующегося на сборке военной техники.

**В марте 2004 г. Корпорация совершила первичное размещение акций на бирже и привлекла \$127 млн. за 23,3% акций.** Одновременно с этим, Корпорация была трансформирована в наиболее прозрачную компанию отрасли, имеющую международную финансовую отчетность и осуществляющую регулярное раскрытие информации.

В течение года после IPO Корпорацией были приобретены контрольные пакеты в ОАО «ТАНТК им. Г. М. Бериева» и ОАО «ОКБ им. А. С. Яковлева». С EADS было подписано соглашение о намерениях по созданию совместного предприятия «EADS IRKUT SEAPLANE S.A.S» для продвижения Бе 200 на рынки ЕС и США.

**На сегодняшний день в Корпорацию входит 9 основных предприятий,** в том числе:

- Иркутский авиазавод (ИАЗ: филиал Корпорации);
- 4 конструкторских бюро;
- 2 компании: по промышленному дизайну и по разработке, производству и интеграции датчиков;

2 компании, специализирующиеся на продвижении и послепродажного обслуживания основных моделей продуктового ряда Корпорации.

## ... с конкурентоспособной продукцией ...

**Корпорация насчитывает пять основных видов продукции, среди которых основным является Су-30 МКИ,** усовершенствованный истребитель поколения 4+, на который в 2004 г. приходилось около 92% всех продаж (вместе с лицензией) Корпорации. Модель Су-30 МКИ, является собственной разработкой Корпорации на основе базовой модели Су-27, сделанной по заказу для Индийского министерства обороны.

«Иркут»: чистое небо в пределах видимости

Эта модель обладает высокой конкурентоспособностью и по маневренности не имеет аналогов среди существующих модификаций Су-27 и Су-30МК.

**Кроме Су-30 МКИ Корпорация имеет три перспективные модели:**

- 1) самолет-амфибия Бе 200,
- 2) учебно-боевой самолет Як-130,
- 3) беспилотный летательный комплекс (БПЛА),

которые находятся в самом начале кривой жизненного цикла продукта и имеют широкие перспективы роста. По оценкам Корпорации, совокупный мировой рынок аналогичных типов самолетов превышает \$50 млрд. Компания планирует занять 40% рынка учебно-боевых самолетов

**Другой важной продуктовой линейкой является производство авиакomпонентов для Airbus.** EADS выбрал Корпорацию среди других претендентов - российских авиапроизводителей для участия в программе производства авиакomпонентов для Airbus. Корпорация успешно прошла сертификацию продукции. Общая сумма текущего заказа составляет \$200 млн. Иркут планирует довести производство авиакomпонентов до \$100 млн. ежегодно с 2008 г. Данное направление является основной движущей силой текущей модернизации и переоборудования производства.

### ... СИЛЬНЫМ МЕНЕДЖМЕНТОМ ...

**Топ-менеджеры Корпорации, имеющие опыт работы в ведущих аэрокосмических и оборонных компаниях, активно используются Правительством РФ в процессе консолидации отрасли.** К середине 2005 г. высшее руководство Корпорации (А. Федоров и В. Безверхний) возглавило ряд ключевых авиапредприятий России.

А. Федоров - с 1998 г. был бесменным Президентом ИАПО, а затем - Корпорации. По инициативе Правительства РФ с июля 2005 г. он совмещает три поста:

- Генеральный директор РСК «МиГ»;
- Председатель Совета директоров Нижегородского авиазавода (НАЗ) «Сокол»;
- Председатель Совета директоров Корпорации.

«Иркут»: чистое небо в пределах видимости

Под руководством А. Федорова была образована Корпорация, а также произошло первичное размещение акций.

**В. Безверхний возглавлял Совет директоров ИАПО с 1998 г. В настоящее время является первым вице-президентом Корпорации.**

С марта 2005г. внедряет инициативу создания Объединенной авиастроительной корпорации (ОАК).

В связи с этими изменениями руководство Корпорацией перешло в руки О. Демченко, который стал Президентом Иркутта с июня 2005г.

О. Демченко работал в ОКБ им. А. С. Яковлева в качестве заместителя генерального конструктора с 1992г., затем был Президентом и Председателем Совета директоров ОКБ им. А. С. Яковлева. О. Демченко принимал участие в разработке и руководил продвижением модели Як 130.

**По нашему мнению, эта перестановка не будет иметь отрицательного влияния на результаты деятельности Корпорации,** наоборот, его назначение открывает перед Корпорацией новые перспективы, связанные с Як 130. К тому же Федоров и Безверхний продолжают быть вовлеченными в процесс стратегического управления Корпорацией. О. Демченко зарекомендовал себя как эффективный менеджер, обеспечив бесперебойную работу ОКБ им. А.С. Яковлева в условиях отсутствия финансирования со стороны государства.

## ... и диверсифицированным составом акционеров

Диаграмма 1.



**Менеджмент владеет 51% акций Корпорации.**

Государству принадлежит 13% акций Иркутта через владение холдингом "Сухой". 30% Корпорации находится в руках инвесторов (в том числе иностранных). Еще около 6% распределены среди работников Корпорации. По результатам IPO 2004 года 23% акций обращается на бирже (free float).

16 - го августа 2005 г. EADS подписал с Корпорацией договор о намерениях по покупке 10%-ой доли ее капитала до конца 2005 г. Мы оцениваем этот факт как подтверждение серьезности намерений EADS по углублению совместных программ с Airbus на основе площадки ИАЗ и перспектив Корпорации на интеграцию в мировое авиастроение.

## ОБЗОР ОТРАСЛИ ВОЕННОГО АВИАСТРОЕНИЯ

**Российское военное авиастроение находится в стадии зрелости.** Отрасль отличается волнообразным характером спроса, так как в основном зависит от крупных заказов государства (иностранных государств в случае экспорта). В последнее время в российском авиастроении наметились тенденции роста. Это объясняется оживлением традиционных российских рынков сбыта, в первую очередь Китая, а также Индии, Малайзии, других развивающихся стран и некоторых стран Восточной Европы. Выручка российского авиапрома практически полностью формируется за счет экспортных компаний. Несмотря на то, что расходы на оборону в России возросли в три раза с \$2,2 млрд. в 2000г. до \$6,7 млрд. в 2005г. (что превышает объем российского экспорта вооружения) госзаказ на авиатехнику практически отсутствует: за последние 10 лет не было совершено ни одной сделки по закупке новых истребителей. Рентабельность предприятий отрасли целиком зависит от выполнения экспортных контрактов, что будет продолжаться в течение нескольких будущих лет до возникновения потребности по замене российского парка военной авиатехники.

**Отрасль регулируется государством.** В руках государственных структур лежит заключение рамочных военных экспортных соглашений, распределение производственных контрактов среди авиапроизводителей и основная доля экспорта готовой продукции. При формировании экспортной цены государство имеет определяющий голос, и, в основном, позволяет закрепить определенный уровень рентабельности за производителями, наиболее уязвимыми местами которых остаются избыточные производственные мощности и, как правило, недостаточность портфеля заказов. В условиях конкуренции между российскими военными авиапроизводителями наметилось два лидера (Иркут и КнААПО), которые до сих пор могли обеспечить себе достаточный объем экспортных заказов, в то время как остальные накапливали убытки в силу хронической недозагрузки и ветшания производственной базы. Анализ внешних факторов выявляет необходимость реструктуризации отрасли. Структурные проблемы отрасли призвано решить формирование Объединенной Авиастроительной Компании (ОАК).

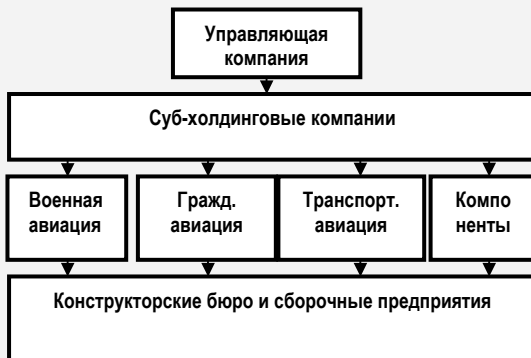
Таблица 1. Внешние факторы, влияющие на сектор

<b>Технология</b>	
<p><b>Возможности:</b> На замену основным модификациям истребителей 4-го поколения МиГ и Су, разработанным в 80-ых, ведется две программы истребителей 5-го поколения. Одна официальная на базе АКБ Сухой и вторая – на базе РСК МиГ. По данным Федерального агентства по промышленности, к участию в проекте приглашены партнеры из Индии и Франции на условиях разделения рисков.</p> <p>На примере индийского контракта Иркут разработал (совместно с Thales) и запатентовал усовершенствованную модель Су-30МКИ, отличающуюся повышенными летными качествами. Эта модель поколения 4+ позволит конкурировать с более дорогими моделями НАТО поколения 5+ в среднесрочной перспективе.</p> <p>EADS видит в лице Корпорации стратегического партнера. В настоящее время EADS проводит оценку Корпорации для определения цены покупки ее доли. Иркут является одним из немногих российских компаний (наряду с Гидромашем, собирающем шасси для Airbus), получивших сертификацию качества EADS.</p>	<p><b>Угрозы:</b> Российские разработки истребителя 5-го поколения отстают на 8-10 лет от разработок США и Европы.</p> <p>Участие в проекте истребителя 5 поколения иностранных партнеров однозначно еще не определено. Сроки разработок могут затянуться в условиях недостаточного финансирования и ведения двух параллельных проектов.</p> <p>Технологическое отставание в долгосрочной перспективе может привести Россию к утрате сравнительных преимуществ на традиционных рынках.</p>
<b>Государство</b>	
<p><b>Возможности:</b> Контролируемое ценообразование может гарантировать минимальный уровень рентабельности.</p> <p>Для поддержания обороноспособности существующая группировка фронтовой авиации должна быть полностью обновлена, что гарантирует гособоронзаказ как минимум на 500 истребителей до 2015 г.</p> <p>По данным Корпорации, Иркут владеет патентами на основные виды продукции в результате самостоятельно финансируемых усовершенствований Су-МК30, а также тем, что срок необходимой переналадки и закупки оборудования на производственных мощностях другого авиасборочного предприятия займет от 6 до 9 месяцев, что усложнит соблюдение контрактных сроков.</p>	<p><b>Угрозы:</b> При «хронической» недозагрузке мощностей других авиапроизводителей нельзя исключить риск перевода производства по экспортному контракту в пользу другого авиасборочного предприятия.</p>
<b>Демографические изменения</b>	
<p><b>Возможности:</b> Никаких серьезных возможностей не было идентифицировано в связи с демографическими изменениями.</p>	<p><b>Угрозы:</b> Низкий уровень заработной платы отвлекает наиболее инициативных работников в другие сферы экономики. Практически нет притока молодых кадров на производство.</p>
<b>Влияние иностранной конкуренции</b>	
<p><b>Возможности:</b> Российские модификации военных самолетов традиционно конкурентоспособны в силу своих технических характеристик, простоты управления и относительно низкой стоимости.</p> <p>При наращивании объемов производства европейских и американских производителей им могут понадобиться дополнительные производственные мощности, которые могут быть предоставлены в рамках сотрудничества с российскими авиапредприятиями.</p> <p>В настоящее время идет развитие программы по созданию нового регионального гражданского лайнера RRJ при участии Boeing, Sncma и Thales.</p>	<p><b>Угрозы:</b> Расширяясь на Восток, страны НАТО все активнее ищут выходы на традиционные рынки России. Например, в 2005 г. до 30% индийских закупок истребителей было удовлетворено за счет французских Dassault Mirage 2000.</p>

## КОНСОЛИДАЦИЯ ОТРАСЛИ

Схема 1.

### Структура ОАК



Источник: Корпорация «Иркут»

**Мы не исключаем, что процесс создания ОАК может затянуться во времени, превосходя сроки, изначально обозначенные Президентом РФ.**

Согласно проекту указа Президента РФ, создание ОАК планируется «в срок до 1 декабря 2006 года на базе активов авиастроительных компаний...». В ОАК войдут АХК «Сухой», ОАО Корпорация «Иркут», РСК «МиГ», ОАО «Туполев», «Ильюшин», «Каскол», «Ильюшин финанс» и «Федеральная лизинговая компания». Доля государства в ОАК приблизительно составит 60%. Создание ОАК пройдет в три этапа:

- 1) 2005-2006 гг. Разработка и согласование дизайна корпоративной структуры ОАК, согласование коэффициентов слияния предприятий участников, принципов управления и плана корпоративных действий,
- 2) 2006-2007 гг. Акционирование и объединение государственных предприятий,
- 3) 2007-2008 гг. Капитализация и привлечение частных инвесторов (присоединение Иркутта планировалось на этом этапе).

Изначально планировалось завершить 3-ий этап до 2008 г, когда ОАК будет выведен на IPO. Однако, процесс согласования, похоже, затягивается. Вопреки ожиданиям Федерального агентства по промышленности (Роспром) указ Президента РФ о создании ОАК не появился до даты проведения МАКС – 2005 и не вышел на дату опубликования настоящего отчета.

**На начальных этапах создания ОАК при слиянии более слабых игроков отрасли, кредитоспособность ОАК (консолидировано) может быть ниже, чем кредитоспособность Иркутта при отсутствии дополнительных гарантий (списания долгов) со стороны государства.**

По замыслам создателей на первом этапе объем реализации составит \$2,5 - 2,8 млрд. в основном за счет военной продукции. К 2015 г. объем реализации планируется \$8,2 - 8,5 млрд. при удвоении производства военной техники. Согласно нашим расчетам, при объединении МиГ, Сокол, Ильюшин, Сухой, ФЛК, Ильюшин финанс и КАПО -- операционная рентабельность ОАК обещает быть в районе 8%, что ниже 24%-й операционной рентабельности Корпорации по итогам 2004г.

**Тем не менее, создание ОАК не должно ухудшить позиции кредиторов Корпорации в силу следующих причин:**

**Положительные эффекты консолидации должны превысить негативные, возможные на начальном этапе, приведя к повышению кредитоспособности ОАК в долгосрочной перспективе.**

- ✓ достижение эффекта экономии на масштабах;
- ✓ ликвидация непрофильных и непроизводительных активов;
- ✓ ограничение конкуренции между авиапроизводителями;
- ✓ координация инновационных усилий: фокусирование разработок на наиболее перспективных 4-5 направлениях вместо сегодняшних 20;
- ✓ координация инициатив по созданию единой сети сервисного обслуживания;
- ✓ углубление международной кооперации с международными производителями (EADS, Boeing, Thales и т.д.) по разработкам новой техники и производству комплектующих.

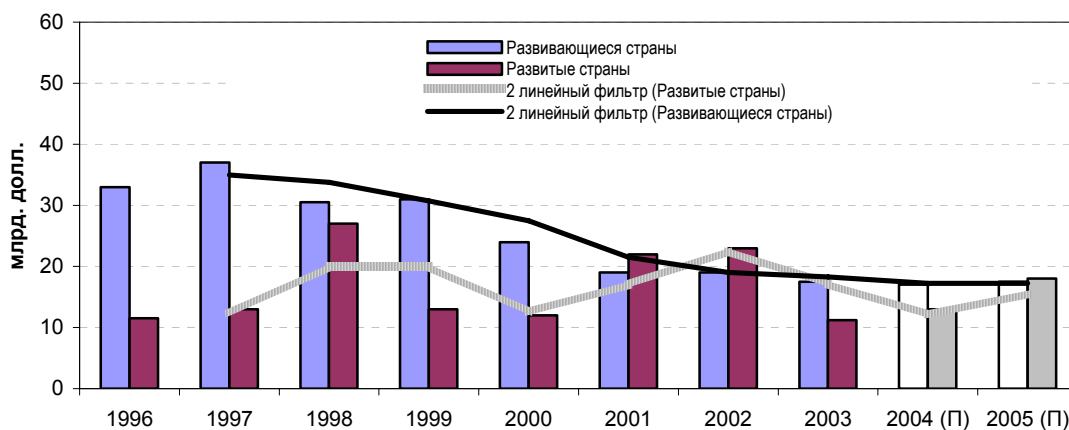
1. Руководство Корпорации назначено ключевыми фигурами процесса консолидации отрасли. Президент и первый вице-президент Корпорации - А. Федоров и В. Безверхний - были призваны Правительством РФ возглавить «трудные участки» консолидации. Так, В. Безверхний стал директором некоммерческого партнерства «ОАК», которое будет проводить координацию и осуществлять разработки продуктовой стратегии будущего ОАО «ОАК». А. Федоров был назначен генеральным директором РСК «МиГ» и представителем государства в Совете директоров НАЗ «Сокол», начав консолидацию работ по модернизации и производству истребителя МиГ между двумя этими предприятиями. Руководство Корпорации имеет опыт успешного управления. Кроме того, лоббистские качества руководства Корпорации «Иркут» играют немаловажное значение при реструктуризации отрасли.
2. Одним из условий объединения будет сохранение интересов кредиторов, которые не должны пострадать в процессе консолидации.
3. Кредиторы Корпорации имеют право требования досрочного погашения обязательств в случае реорганизации Корпорации в соответствии со статьей 60 ГК РФ.

## СПРОС

**На рынке вооружений наблюдается рост спроса. Мы ожидаем увеличения объема закупок вооружения в мире в среднем на 6-7% в год в течение 10 лет.**

**Диаграмма 2.**

**Мировые поставки вооружения (млн. долл США)**



Источник: Отчет по торговле оружием Конгрессу США, 26 августа 2004г, оценка МДМ Банк.

## «Иркут»: чистое небо в пределах видимости

Это связано с началом цикла переоборудования парков авиационной техники западных стран<sup>1</sup>, а так же объясняется возросшими бюджетами на оборону на фоне усиливающейся напряженности на мировой арене (война в Ираке, обострение арабо-израильского конфликта, противостояние между США и Китаем вокруг Тайваня и пр.) и усиления мер по борьбе с терроризмом. За последние несколько лет мировой экспорт оружия сократился с \$57 млрд. до \$36 млрд. в год, однако с 2000 года наблюдается тенденция к замещению импорта оружия собственным производством по лицензии страны-экспортера.

**Российский авиаэкспорт в среднем рос на 20% за последние 2 года**, быстрее, чем общий объем военного экспорта. В 2003 г. Россия – третья по объемам мировых поставок вооружения (вслед за Великобританией и США), экспортировала на \$5,6 млрд. (13% мировых поставок), опережая лидеров по темпам прироста экспорта. По данным Рособоронэкспорта, в 2004 г. российские поставки выросли на 4% и составили US\$ 5,8 млрд. в абсолютном выражении. Чуть более 50% от общего экспорта военно-промышленной продукции РФ в 2004г. пришлось на военный авиастроительный комплекс<sup>2</sup> (ВАК).

Мы прогнозируем сохранение доли российского вооружения в общем экспорте на ближайшую перспективу и постепенное снижение ее доли в мировых поставках в долгосрочной перспективе. По оценкам Центра анализа стратегий и технологий, в дополнение к существующим контрактам до 2010 г.

**Таблица 2. Динамика и доля экспортных продаж разных стран в мировых поставках оружия**

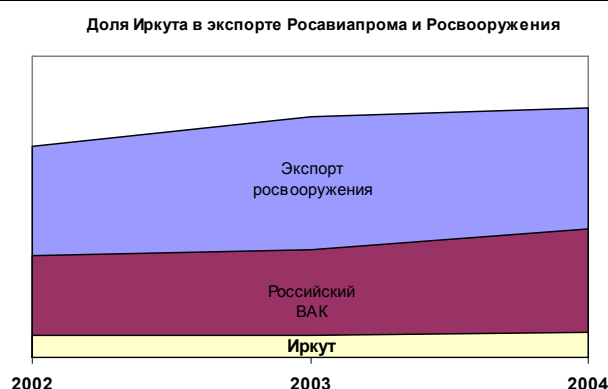
Млрд. долл. США	1999	%	2000	%	2001	%	2002	%	2003	%
США	20.0	44%	14.0	39%	23.2	53%	24.4	51%	13.6	32%
Великобритания	7.6	17%	7.1	20%	6.3	14%	6.3	13%	6.9	16%
<b>Россия</b>	<b>3.7</b>	<b>8%</b>	<b>3.9</b>	<b>11%</b>	<b>3.8</b>	<b>9%</b>	<b>4.9</b>	<b>10%</b>	<b>5.6</b>	<b>13%</b>
Франция	4.5	10%	2.7	8%	2.9	7%	4.3	9%	4.9	11%
Израиль	1.8	4%	1.9	5%	2.1	5%	2.0	4%	2.4	6%
Германия	1.7	4%	0.7	2%	0.3	1%	0.3	1%	1.5	3%
Голландия	0.4	1%	0.4	1%	0.6	1%	0.4	1%	1.3	3%
Другие страны	5.3	12%	5.3	15%	4.8	11%	5.4	11%	6.8	16%
<b>Всего</b>	<b>45</b>	<b>100%</b>	<b>36</b>	<b>100%</b>	<b>44</b>	<b>100%</b>	<b>48</b>	<b>100%</b>	<b>43</b>	<b>100%</b>

Источник: SIPRI.

Источник: Defense News USA, МДМ Банк 2005

Примечание: Доля Иркутта достигла 20% от общего экспорта авиатехники.

**Диаграмма 3.**



<sup>1</sup> Boeing aviation market forecast, 2005

<sup>2</sup> «Военно-промышленный курьер», июнь 2005

**Основная доля отраслевой выручки за счет Су и МиГ -- плоды от кооперации и гособоронзаказа лишь в удаленной перспективе**

**Диаграмма 4.**



*Несмотря на рост расходов на оборону, прироста выручки авиапредприятий от гособоронзаказа не ожидается...*

российские производители боевых самолетов семейства Су-30 могут поставить на экспорт примерно 150 самолетов (по 30 машин в год) во Вьетнам, Индонезию, Китай, Индию, Бразилию и одну из стран Персидского залива. При расчетной цене машины Су-30 в \$35млн ежегодный дополнительный доход российского авиаэкспорта истребителей Су-30 консервативно оценивается в среднем \$1,05 млрд., и это без учета перспективных рынков – Таиланд, Ближний и Средний Восток и страны Магриб. Таким образом, взяв на себя выполнение 1/2 от общей суммы этих новых контрактов (оставив другую половину КнААПО), Иркут может увеличить свой портфель заказов на \$500 млн. в год только за счет экспорта Су-30МК.

Помимо этого рынок модернизации и послепродажной поддержки также обещает расти в течение ближайших 5-ти лет. Из 2,250 истребителей «Су» в 28 странах мира примерно 30% парка требует модернизации и поставки запчастей. Однако в более долгосрочной перспективе (после 2015г.) мы прогнозируем постепенное снижение спроса на истребители и компоненты Су-30 в связи с усилением конкуренции со стороны истребителей 5-го поколения.

Несмотря на растущую динамику расходов на вооружение с 1999 г. **роль гособоронзаказа в структуре спроса ВАК прогнозируется незначительной в течение следующих 5 лет.** Общая численность группировки тактической авиации ВС России будет сокращаться с сегодняшних 1,600 самолетов до, примерно, 1,000, что соответствует более эффективному выполнению военных задач. Поэтому в среднесрочной перспективе мы ожидаем, что гособоронзаказ будет направлен на модернизацию и ремонт техники, а сколь-нибудь значительные закупки новых единиц авиатехники ожидаются не ранее 2010 г, достигнув уровня 20-30 самолетов ежегодно к 2015 г.

**Рынок развития международных программ, в частности, сотрудничество с EADS по поставкам комплектующих, имеет перспективы роста, но будет оставаться скромным в сравнении с экспортом истребителей в абсолютном выражении.** По данным Airbus, в будущем году эта компания намеревается разместить в России 10-летние контракты на \$150 млн. и планирует довести объем кооперации с российскими производителями до \$800 млн. за 10 лет. То есть при оптимистичном сценарии - это соответствует дополнительной выручке в объеме \$80 млн. в год (3% от объема российского авиаэкспорта в 2004 г.).

Перспективные модели Як-130, Бе-200 и БПЛА будут являться дополнительной точкой роста выручки компании в течение прогнозного периода.

## ОСНОВНЫЕ ВИДЫ ПРОДУКЦИИ

Диаграмма 5.

Основные виды продукции (2004г.)



Источник: Корпорация "Иркут", РСБУ

В настоящее время истребители семейства «Су» пользуются большим спросом, чем истребители «МиГ». В настоящее время истребители российского военного авиапрома в основном представлены двумя семьями боевых машин - легким маневренным «МиГ»-ом и многофункциональным стратегическим «Су». В силу сложившейся конъюнктуры рынка, последний пользуется большим экспортным спросом на традиционных для России рынках развивающихся стран ввиду возможности использования в качестве штурмовика и легкого бомбардировщика. Имея АКХ «Сухой» в качестве акционера, Корпорация из двух семейств производит истребители «Су», которые являются ее основным видом продукции. В то время как РСК «МиГ» переживает трудное время, только раз за последние шесть лет показав прибыль (в 2002 г.) и в 2004 году покинув список 100 крупнейших мировых производителей оружия, АКХ «Сухой» и Корпорация стабильно наращивали производство в течение данного периода. В то же время, анализируя мировые тенденции и назначение боевых машин, мы предполагаем, что при постепенном удовлетворении текущего спроса на многофункциональные Су, спрос на МиГи возрастет.

Приблизительно 92% выручки Корпорации за 2004 г. пришлось на военную продукцию (преимущественно за счет экспорта Су-30МК), и оставшиеся 8% - на гражданскую (главным образом, проекты Бе-200 и программа сотрудничества с EADS). Хотя Корпорация озвучила цель увеличить долю продукции гражданского назначения до 50%, по нашему мнению, военная продукция по-прежнему останется основным направлением для Иркута, доля Як-130 в которой будет постепенно увеличиваться. Мы прогнозируем долю продукции гражданского авиастроения на уровне 6 - 10% до 2010 г, в основном, за счет Бе-200 и авиакomпонентов Airbus.

С другой стороны, спрос на Су-30МК обещает быть достаточно стабильным в ближайшие 5 лет, что подтверждается как потенциальными заказами, так и существующим портфелем заказов.

<sup>3</sup> Defense News, 2005

Таблица 3. Портфель заказов Иркута по состоянию на 1 июля 2005 г.

Портфель заказов	Общая сумма контракта, \$ млн.	Остаточная сумма к получению, \$ млн.	%
Контракт на лицензионное производство Су-30МКИ(Индия)	2,288	1,933	50%
Контракт на поставку Су-30МКИ (Индия)	992	60	2%
Контракт на поставку Су-30МКМ Малайзия)	455	373	10%
Контракт на поставку Бе -200 МЧС	196	115	3%
Контракт на производство компонентов Airbus/EADS	192	192	5%
Контракт на поставку Су-30МКИ вместо Су-30К (Индия)	598	598	16%
Як -130 для МО	94	94	2%
Прочая продукция	486	486	13%
<b>Итого</b>	<b>5,301</b>	<b>3,852</b>	<b>100%</b>

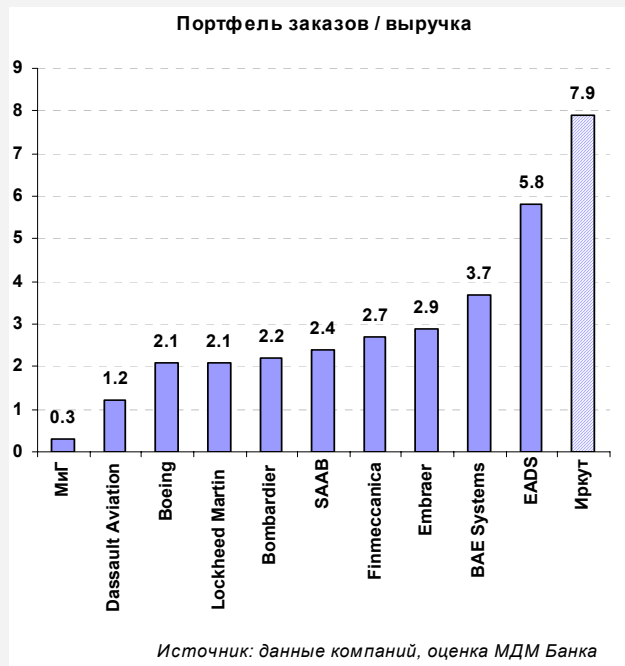
Источник: Корпорация Иркут

В настоящее время Иркут имеет самый объемный портфель заказов в отрасли (\$5,3 млрд.), что дает определенный комфорт на ближайшую перспективу. Самый крупный контракт истекает в 2017 г. Хотя значительная часть контрактов истекает в 2007-2008 гг., существующий портфель обеспечит Иркуту минимальную выручку \$350 млн. в 2009-2010гг.

На Индию приходится 68% общей суммы к получению по портфелю заказов. В этой связи ухудшение финансового положения этой страны может негативно сказаться на финансовой устойчивости Корпорации. Однако вероятность дефолта по контракту представляется отдаленной. На данный момент Индия имеет инвестиционный рейтинг Moody's Вaa3 с позитивным прогнозом, что подтверждает кредитоспособность ее правительства. Контракт с корпорацией HAL составляет 50% от остаточной книги заказов. Мы считаем кредитный риск основного покупателя Корпорации приемлемым, т.к. в 2004 г. продажи HAL достигли рекордного уровня в \$1 млрд. при прибыли после налогообложения \$98 млн.; до 90% продукции HAL закупается МО Индии, что позволяет думать о кредитном рейтинге HAL как о близком к суверенному.

График отношения портфеля заказов к выручке показывает, что у Корпорации есть потенциал увеличения продаж в 2,4 раза (т.е. до \$1,5 млрд.), чтобы привести свой показатель вровень со средней по выборке сравнимых компаний.

Диаграмма 6.



## ОТЕЧЕСТВЕННАЯ КОНКУРЕНЦИЯ

Прямыми конкурентами Компании могут быть признаны КнААПО и, в меньшей степени, Российская самолетостроительная корпорация (РСК) «МиГ». Эти предприятия располагают производственными мощностями по выпуску средних или тяжелых истребителей, а также по их ремонту и модернизации и имеют достаточно крупный портфель заказов (однако уступающий Иркуту).

Мощности МиГ сейчас задействованы ниже точки безубыточности, однако ситуация обещает исправиться в связи с новыми контрактами, пополнившими книгу заказов в 2004 г., связанную с заключением контрактов на авианосные военно-морские вооружения с Индией на \$2,7 млрд.

По мощностям и по типу производимой продукции (Су-30) сегодня с Корпорацией может сравниться только КнААПО, входящее в холдинг Сухого, на 100% принадлежащий государству. Сейчас КнААПО испытывает трудности, связанные с продлением китайского контракта и может потерять первенство в пользу Иркута. Остальные авиапредприятия отрасли, способные к производству МиГ и Су, либо недозагружены, либо используются для единовременного ремонта изношенных моделей самолетов.

Сравнительное преимущество Корпорации заключается в наличии патентов на модификации Су-30МКИ и Су-30МКМ, обладающие большей маневренностью из-за применения переменной векторной тяги двигателя и РЛС с фазированной антенной решеткой.

Таблица 4. Российские экспортеры военных истребителей

Компания	Доля Государства в капитале, %	Объем продаж на экспорт в 2004 (млн. долл. США)*	Доля в российском авиационном экспорте 2004 г.,%
ОАО АХК "Сухой"	100	1 380	47
<b>ОАО КОРПОРАЦИЯ "Иркут"</b>	<b>13,2</b>	<b>590</b>	<b>20</b>
РСК "МиГ"	100	380	13
Прочие	Н.д.	600	20

\*РСБУ

Источник: Центр анализа стратегий и технологий

## МЕЖДУНАРОДНАЯ КОНКУРЕНЦИЯ

**На ближайшие 5 лет мы не прогнозируем потерю доли рынка российской военной авиатехники в пользу иностранных авиапроизводителей.** Мировой рынок производства истребителей поделен между двумя крупнейшими американскими поставщиками (Boeing и Lockheed Martin), несколькими более мелкими западноевропейскими компаниями (Dassault Aviation, Saab и Eurofighter<sup>4</sup>) и российскими производителями. По оценкам индустриальных экспертов, по своим боевым характеристикам Су-30МК уступает только одному из существующих западных истребителей - F-22 Raptor (Lockheed Martin) – недавно разработанному первому в мире истребителю 5-го поколения, в настоящее время принятому на вооружение в США. Обладая лучшей авионикой и навигационной системой, этот тяжелый истребитель считается на данный момент самой эффективной машиной в своем классе. Однако он имеет два существенных недостатка: во-первых, двукратная стоимость по сравнению с Су-30МК и, во-вторых, его экспорт в другие страны в настоящее время ограничен. Более дешевая версия истребителя 5-го поколения F-35 Joint Strike Fighter (совместная разработка Великобритании, Италии, Нидерландов, Канады, Турции, Дании, Норвегии, Австралии, Сингапура и Израиля) уже прошла испытания; первый полет ожидается в 2006 г. Эта модель может пошатнуть позиции Dassault Aviation, и Eurofighter на их традиционных рынках.

По данным Корпорации, Су обладает потенциалом для модернизации, что предоставляет ему дополнительные возможности для конкуренции с F-35. Следует отметить, что российская военная авиационная техника, как правило, конкурентоспособна в силу относительно высокого качества и низкой цены по сравнению с западными аналогами по причине более низкой оплаты труда, высокой изношенности оборудования и меньших амортизационных отчислений, в том числе на разработку, заложенных в цену продукта. Так, например, в 2003 г. Иркут выиграл у Boeing тендер на поставку истребителей в Малайзию<sup>5</sup>. По прогнозам Teal Group, известной международной консалтинговой фирмы, мировые продажи Су-30МК возрастут на 11% с 36 единиц в 2004 г. до 40 единиц в 2010 г.

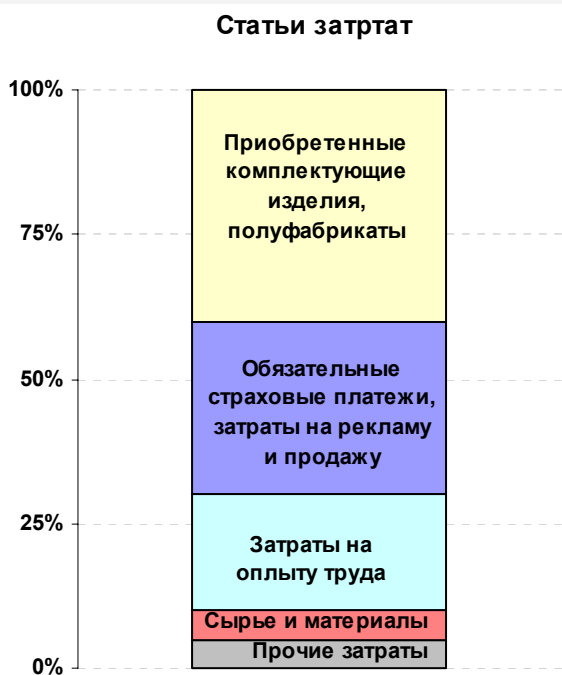
<sup>4</sup> в состав Eurofighter входят BAE Systems (Великобритания), EADS (Нидерланды) и Finmeccanica (Италия).

<sup>5</sup> 2004 WPS Russian Media Monitoring Agency

К 2015 году мы ожидаем сужение доли рынка истребителя Су-30МК в пользу истребителей 5-го поколения западного производства. В условиях недостаточного финансирования фундаментальных исследований, сроки разработки российского аналога пока не определены, однако, по данным Федерального агентства по промышленности, работа по этому проекту ведется, в том числе с привлечением партнеров из Индии и Франции. По нашим прогнозам, новая модель российского истребителя не появится в ближайшие 4-6 лет. Мы не ожидаем серьезной конкуренции со стороны западных истребителей 5-го поколения в этот период в виду разных целевых рынков сбыта и ценовой категории.

## СТРУКТУРА ЗАТРАТ

Диаграмма 7.



Источник: Корпорация "Иркут" (РСБУ 2004)

Основные статьи затрат: комплектующие и ФОТ

Неконтролируемое повышение отгрузочных цен поставщиков для Корпорации представляется маловероятным. Основными статьями затрат Корпорации (87%) являются комплектующие, коммерческие расходы и расходы на оплату труда. Поэтому Корпорация может быть наиболее уязвима к повышению цен на авиамоторы со стороны основных поставщиков, цен на услуги Рособоронэкспорта и росту фонда оплаты труда.

Основным поставщиком компонентов является ОАО «УМПО», которое поставляет турбореактивные двигатели для всех модификаций Су и самолета-амфибии Бе-200. На ОАО «УМПО» приходится свыше 18% общих затрат на комплектующие изделия и полуфабрикаты, представляющих 42,25% общих издержек Корпорации. По результатам 2004 г., ОАО «УМПО» имеет норму чистой прибыли 18%, обладает рентабельностью активов 13,25% и рентабельностью собственного капитала 19%. Являясь патентованным производителем двигателя 4-го поколения с управляемым вектором тяги, УМПО занимает порядка 64% рынка двигателей.

Остальные 36% принадлежат НПО «Салют». Помимо поставок непосредственно Иркуту и Сухому компания осуществляет поставки двигателей за границу (Индия, Китай). Выручка предприятия за 2004 г. составила около \$400 млн., при рентабельности EBITDA 30%. Соотношение долг/капитал равнялось 0,02, что является показателем финансовой устойчивости предприятия.

«Иркут»: чистое небо в пределах видимости

**Риск повышения отгрузочных цен УМПО для Корпорации ограничен** следующими факторами: наличие диверсифицированной базы поставщиков (доля ни одного поставщика УМПО не превышает 10%), способность влиять на закупочную цену сырья, долгосрочные контракты и влияние государства на ценообразование (63% акций УМПО контролирует Правительство Башкирии). Кроме того, высокий уровень концентрации в отрасли и госрегулирование всех участников отрасли снижает вероятность неконтролируемого повышения цен.

Сырье и материалы в структуре затрат представляют 6,2%. Таким образом, компания остается относительно нечувствительна к росту цены на титан и алюминий со стороны своего главного поставщика - ВСМПО Ависма.

**Доли каждого из остальных 2 000 поставщиков сырья и комплектующих достаточно малы, чтобы представлять прямой риск снижения рентабельности производства.** Однако в связи с уникальностью основных поставщиков и невозможностью их замещения Корпорация может испытать значительные затруднения с соблюдением сроков исполнения собственных обязательств по производству и поставке в случае дефолта одного из них по контракту. Это может оказать негативное влияние на бизнес Корпорации. Согласно менеджменту, случаев недопоставки в истории работы с поставщиками не было.

**Мы не планируем значительного повышения коммерческих издержек.** Напротив, они могут снижаться при изменении схемы продаж: Иркут планирует часть заказов осуществлять через АКХ «Сухой». Основной их составляющей является комиссия за услуги Рособоронэкспорта. Согласно данным компании, они остаются на постоянном уровне в структуре затрат в течение последних 3 лет. Мы не ожидаем роста комиссии в будущем в связи с грядущим образованием ОАК, заметности компании на рынке и политических возможностей менеджмента.

**Негативное влияние укрепляющегося курса рубля на рентабельность Корпорации вызывает опасение, но компенсируется условиями контрактов с поставщиками и клиентами.** Рублевые затраты Корпорации растут быстрее, чем выручка, на 95% номинированная в долларах США.

Однако, на наш взгляд, это обстоятельство нивелируется следующими факторами:

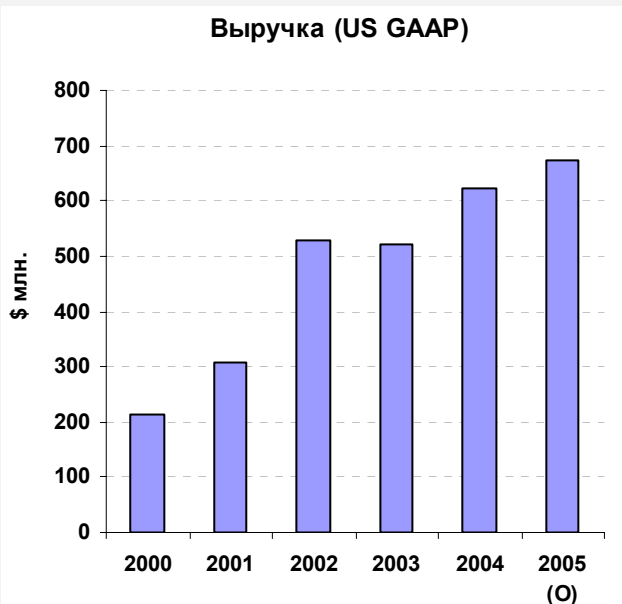
#### «Иркут»: чистое небо в пределах видимости

- около 40% контрактов с поставщиками выражено в долларах с оплатой в рублях по курсу ЦБ РФ;
- Корпорация применяет 2,5%-ю «эскалацию» долларовой цены по контрактам с Индией и Малазией (60% сумм к получению по портфелю заказов), что позволяет частично компенсировать укрепление реального курса рубля;
- принимая во внимание механизм ценообразования и запас ценовой конкурентоспособности российского вооружения на экспортных рынках, мы предполагаем, что эффект повышения реального курса рубля будет, в первую очередь, перенесен на заказчика (насколько это возможно в рамках долгосрочных контрактов), а во вторую – будет обсуждаться на уровне комиссии Рособоронэкспорта.

Основным фактором, влияющим на рентабельность и способность Корпорации отвечать по своим долгам, на наш взгляд, будет являться способность привлекать новые контракты и обеспечивать загрузку производственных мощностей.

## ФИНАНСОВЫЙ АНАЛИЗ

Диаграмма 8.



Источник: Корпорация "Иркут", оценка МДМ Банка

Дальнейший рост выручки менее стремительными темпами

#### 2004 г. – самый удачный финансовый год Корпорации в постсоветский период.

Корпорация более чем удвоила выручку с уровня 2000 г. – первого года отчетности по US GAAP – наращивая объемы в среднем по 26% в год.

Резкий прирост выручки в 2002 году объясняется активизацией работы по контракту с МО Индии на поставку Су-30МКИ, подписанным в 1996 г. В том же году началась сборка компонентов по контракту лицензии с Hindustan Aeronautic Limited, основные отгрузки по которому пришлись на следующий 2003 г., компенсируя снижение объемов по контракту с МО Индии.

В 2004 году к ним прибавилась сборка по малазийскому контракту, доведя показатели выручки до рекордных в постсоветский период \$622 млн.

По нашим оценкам, в 2004г. Корпорация собрала от 30 до 41 машин разной степени готовности, что соответствует загрузке мощностей порядка 40%. Такая загрузка, хотя все еще далека от плановой, выглядит достойно на отраслевом уровне и на фоне предприятий российского ВПК. При

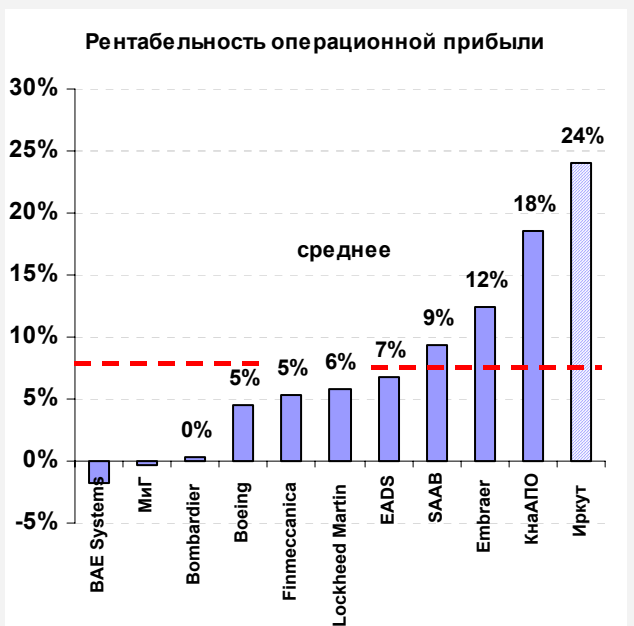
## «Иркут»: чистое небо в пределах видимости

относительно низких издержках (высокая степень износа оборудования, сравнительно низкая стоимость комплектующих и уровень оплаты труда), она позволяет генерировать нормы валовой и операционной прибыли выше средней по отрасли.

**Валовая рентабельность выросла с 27% в 2001 г. до 47% в 2004г., отражая растущую загрузку производственных мощностей.** Однако, мы склоняемся к мнению, что рентабельность 2004 года носит неординарный характер и не будет повторена в 2005 году. Это связано с учетом выручки за отгруженную продукцию и предоставленную документацию в рамках одного из контрактов, НИОКР которым осуществлялся компанией в предыдущие периоды по другому контракту. В то же время в 2004 г. соотношение исполняемых работ по заказам сместилось в пользу более рентабельных (например, первые две стадии лицензионной сборки по контракту с HAL более рентабельны, чем две последующие). Мы ожидаем изменение соотношения исполняемых контрактов по прибыльности параллельно со вступлением лицензионного контракта с HAL в более поздние стадии поставки и прогнозируем стабилизацию валовой рентабельности Корпорации на уровне около 37% в ближайшие годы.

**Норма операционной прибыли высока, но волатильна** вследствие растущих коммерческих расходов, а также изменчивого характера расходов на НИОКР, связанных со спецификой контрактных модификаций, и прочих операционных расходов, динамика операционной прибыли изменялась от 11% до 17% в течение периода 2000 – 2003 г. 24% операционной рентабельности, продемонстрированные Корпорацией в 2004 г., представляют прирост в 1,6 раза по сравнению с уровнем 2003 г. В основном это объясняется ростом валовой прибыли, но также удельным сокращением доли коммерческих издержек и налогов в себестоимости, которые составили 10% и 0,4% от выручки против 11% и 2% в 2003 г. В 2004 г. операционная прибыль составила \$149 млн. против \$76 млн. в 2003г. С учетом сокращения доли прочих операционных затрат в общих затратах в результате текущей реструктуризации по выделению непроизводственных активов в самостоятельные юридические лица, мы прогнозируем операционную рентабельность в среднем на уровне 17% от выручки на ближайшую перспективу.

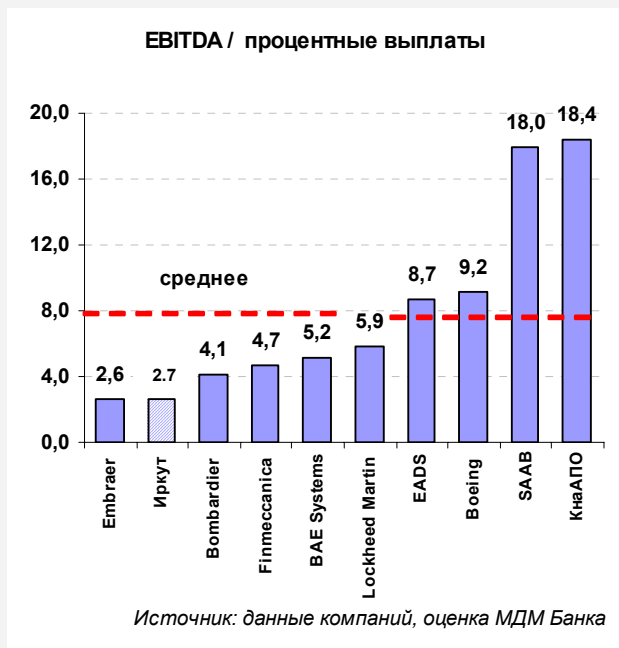
Диаграмма 9.



Источник: данные компаний, оценка МДМ Банка

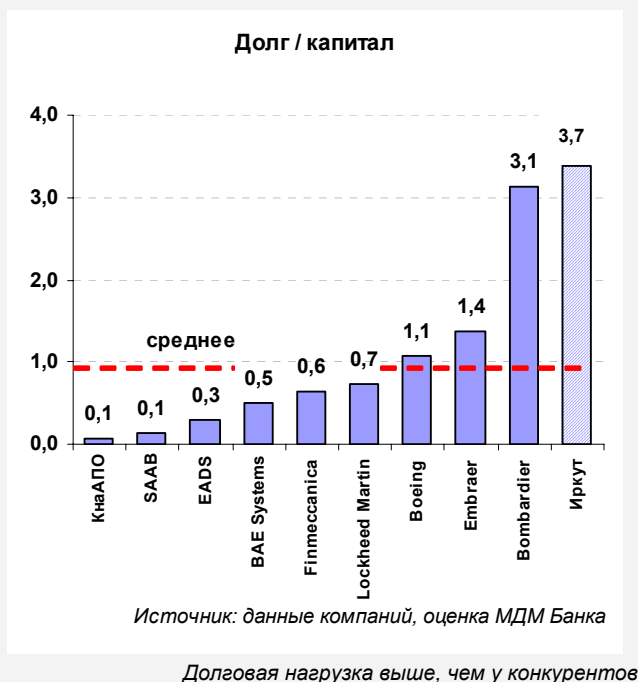
Иркут: самая высокая рентабельность от операций

Диаграмма 10.



Иркут: позади большинства конкурентов, но более, чем в 2 раза выше критического значения

Диаграмма 11.



Долговая нагрузка выше, чем у конкурентов

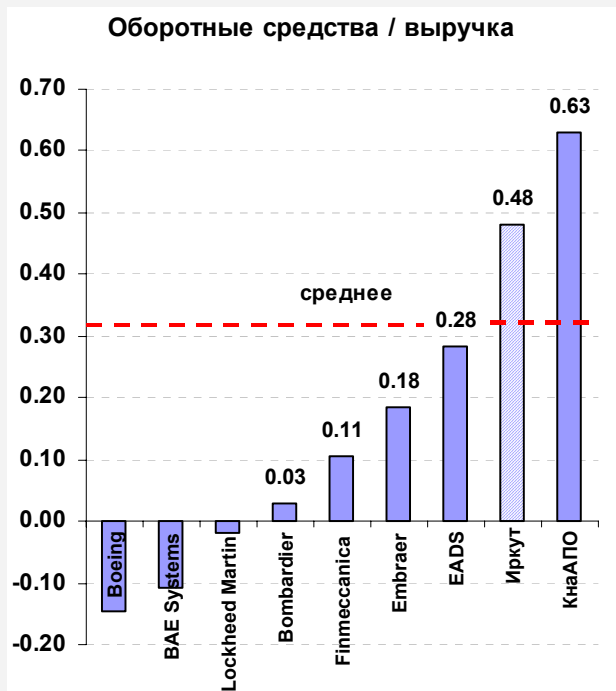
**Финансирование является значительной статьей расходов Корпорации.** С 2000г. по 2004г. процентные расходы составляли от 7% до 15% от выручки в разные годы и колебались от \$18млн. до \$79 млн.. В противовес 2001-2003 гг., когда практически вся операционная прибыль уходила на погашение финансовых издержек, оставляя Корпорацию с показателем чистой прибыли, близким к нулю (от -3 до 3%), в 2004 г. на погашение процентных платежей (\$61млн.) было отвлечено 41% операционной прибыли. Это соответствует коэффициенту EBITDA / Процентные платежи 2,7х, что лучше данного показателя за 2003г. (1,2х) и сравнимо с международными показателями (см. Диаграмму 10.). Это объясняется как более высокой операционной рентабельностью компании, так и понижательной тенденцией стоимости финансирования (с 15,9% в 2000г. до 8,5% в 2004г.).

**Финансовый долг снизился на 10% по сравнению с 2003г., но все еще превышает средние показатели по отрасли.** Доля долгосрочного заимствования в общей структуре долга выросла, улучшая структуру баланса и оптимизируя финансирование оборотного капитала. По результатам 2004г. финансовый долг составил \$522 млн. (57% от валюты баланса). Коэффициент Финансовый долг / Капитал составил 3,4 на конец 2004 г. – самый высокий показатель среди сравниваемых предприятий. В настоящее время Корпорация выплачивает свои долги, прибегая к рефинансированию. Мы прогнозируем изменение ситуации при сохранении прогнозной рентабельности и загруженности производственных мощностей. Корпорация озвучила целевой размер долга на уровне 1/2 продаж. На наш взгляд, этот уровень может быть достигнут уже в 2007 году.

**В сравнении с EBITDA размеры финансового долга не внушают опасений.** На конец 2004 г. показатель чистый долг / EBITDA равнялся 2,7. Мы прогнозируем, что до 2010 г. он достигнет максимального значения 3,4 (в 2006 г.). Корпорация без труда обслуживает свой долг, при показателе EBITDA / процентные расходы 2,7 в 2004г. Мы не ожидаем ухудшения этого показателя в течение прогнозного периода 2005 - 2010гг.

**18-месячный операционный цикл предполагает повышенную потребность в оборотном капитале.** На конец 2004 года в Компании оборотный капитал составил \$301 млн. (48% от выручки), что лучше показателя 2003 и 2002г.г. на 19% и 20%, но выглядит завышенным в

Диаграмма 12.



Источник: данные компаний, оценка МДМ Банка

Оборотный капитал относительно велик, но лучше, чем у любого отечественного предприятия

«Иркут»: чистое небо в пределах видимости  
 сравнении с западными конкурентами. Непостоянность загрузки производственных мощностей приводит к наращиванию оборотных средств в период от получения аванса заказчика до конечной поставки товара (при низких показателях выручки). В то же время более постоянная загрузка обеспечивает стабильные приток и отток денежных средств при более высокой оборачиваемости активов, что объясняет лучшее положение западных конкурентов по этому показателю. В настоящее время Иркут переносит часть нагрузки по финансированию оборотного капитала на поставщиков, производя с ними конечный расчет только после получения средств от заказчика. Тем не менее, в условиях практически полного отсутствия государственной поддержки, Корпорация использует 28% привлекаемых средств на финансирование оборотного капитала. По данному показателю Иркут выгодно выглядит на фоне российских конкурентов. Так КнААПО, превосходя Иркут по показателям задолженности и процентных выплат, отстает по этому показателю. По результатам 2004 г. лучшее управление запасами позволило Иркуту высвободить из оборотных средств \$10 млн. При этом Иркут обладает достаточной текущей ликвидностью 1.01 по состоянию на 31.12.2004.

**Денежный поток от операционной деятельности стабильно растет в течение последних двух лет, благодаря растущей операционной рентабельности и сравнительно лучшему управлению оборотными средствами.** Денежный поток от операционной деятельности достиг \$138,5 млн в 2004 г. (5,4x прирост по сравнению с 2003 г.). Свободный денежный поток увеличился еще заметнее с -\$16 млн. до \$131 млн., благодаря уменьшению расходов на НИОКР и возросшей выручке от выбытия основных средств. Уменьшение инвестиций (НИОКР) связано с отсутствием новых требований заказчиков по модернизации и носит временный характер. Мы прогнозируем денежный поток от операционной деятельности и свободный денежный поток на уровне \$107 млн. и \$42 млн. в среднем за период 2005-2010гг.

## СТРАТЕГИЯ

Стратегия Иркутта включает следующие направления в разбивке на краткосрочную и долгосрочную перспективы:

### 1. Среднесрочные цели:

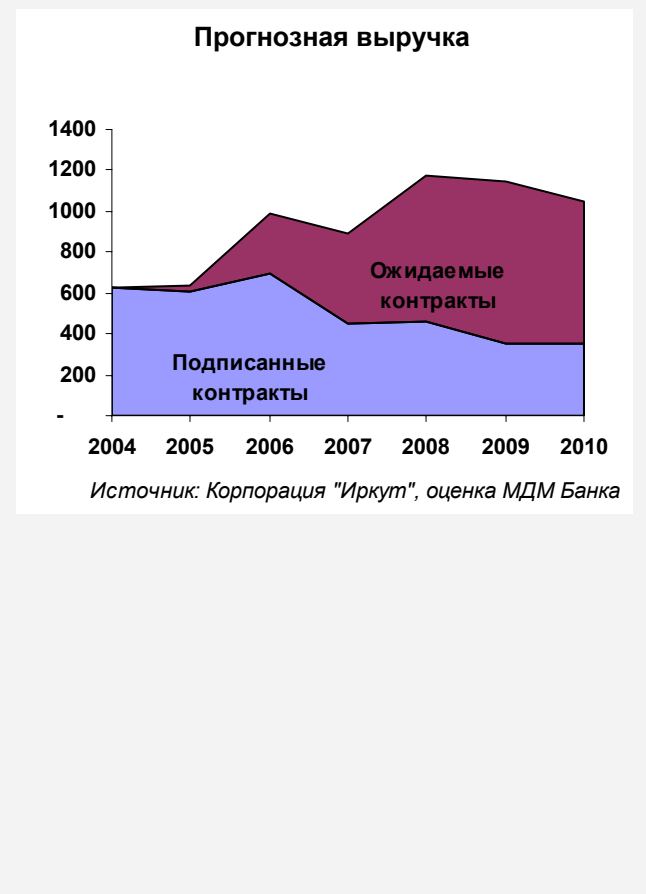
- ✓ интеграция в ОАК в 2008-2010 гг.;
- ✓ снижение издержек: создание эффективной системы управления производством, реализация непрофильных активов;
- ✓ выход на новые рынки, страны СНГ и Северной Африке;
- ✓ продвижение Бе-200 на рынки ЕС США при участии EADS;
- ✓ осуществление модернизации производства для расширения программы EADS по сборке комплектующих для Airbus.

### 2. Долгосрочные цели:

- ✓ Создание альянсов с зарубежными производителями по разработке перспективной авиатехники и продвижению на рынки собственной и совместной продукции;
- ✓ продолжение создания международной сети обслуживания и ремонта экспортируемой авиатехники;
- ✓ обеспечение финансирования исследований по созданию конкурентоспособной летной продукции;
- ✓ расширение линейки продукции гражданского назначения.

## ФИНАНСОВАЯ МОДЕЛЬ

Диаграмма 13.



### Прогнозы/Предпосылки:

#### Новые контракты:

- До конца этого года Корпорация дополнительно заключит два контракта на поставку Су-30МК (в Алжир и Таиланд), которые начнут приносить выручку с 2006 г. на сумму в среднем \$200 млн. в год.
- Контракты на поставку Бе-200 в Турцию и Хорватию (до получения сертификации ЕС и США) на сумму около \$30млн. в год, начиная с 2006 г.
- Контракты на поставку БПЛА на сумму \$6 - \$27 млн. в год, начиная с 2006-2007 гг.
- Экспортная поставка Як-130 на сумму \$200-300 млн. в год, начиная с 2008 г.

#### Гособоронзаказ:

- Рост гособоронзаказа не планируется.

#### Частичная эскалация контрактной цены:

- Корпорация применяет эскалацию цены основных долгосрочных контрактов (до 2,5% в год, частично компенсируя уменьшение рентабельности в виду реального укрепления рубля)

Таблица 5. Основные макроэкономические прогнозные показатели

Предполагаемые макроэкономические параметры	2004	2005 (О)	2006 (П)	2007 (П)	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)
Руб/долл обменный курс	28.8	28.3	28.5	29.0	29.5	29.8	30.0
CPI R	11.7%	12.8%	9.8%	8.0%	7.5%	7.2%	6.5%
CPI \$	2.7%	2.9%	2.0%	1.8%	2.1%	2.2%	2.5%

Капитальные вложения	2004	2005 (О)	2006 (П)	2007 (П)	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)
Модернизация	14 442	25 724	29 500	29 500	29 500	27 376	27 376
НИОКР (не в себестоимости)	18 700	97 461	45 990	12 980	17 700	17 700	17 700
НИОКР (в себестоимости)	30 196	12 282	13 000	16 000	20 000	15 000	15 000
ИТОГО	63 338	135 467	88 490	58 480	67 200	60 076	60 076

Управление оборотным капиталом	2004	2005 (О)	2006 (П)	2007 (П)	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)
Оборот запасов в днях от себестоимости	287	287	235	215	215	215	215
Оборот дебиторской задолженности в днях от ТО	139	139	139	139	139	139	139
Оборот кредиторской задолженности в днях от С/с	217	217	217	217	217	217	217

Источник: оценка МДМ Банка

Таблица 6. Финансовая модель

Счет прибылей и убытков (млн. долл.)	2004	2005 (О)	2006 (П)	2007 (П)	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)
<b>Выручка</b>	<b>621.9</b>	<b>634.1</b>	<b>1 051.3</b>	<b>995.0</b>	<b>1 379.9</b>	<b>1 405.5</b>	<b>1 356.1</b>
Себестоимость	(313.4)	(347.4)	(698.3)	(666.7)	(892.7)	(879.2)	(907.9)
<b>Валовая прибыль (без учета амортизации)</b>	<b>308.4</b>	<b>286.7</b>	<b>353.0</b>	<b>328.3</b>	<b>487.2</b>	<b>526.3</b>	<b>448.2</b>
<i>Валовая маржа</i>	49.6%	45.2%	33.6%	33.0%	35.3%	37.4%	33.0%
Расходы на НИОКР	(10.8)	(12.5)	(14.4)	(18.8)	(24.9)	(19.8)	(20.8)
Коммерческие расходы	(62.2)	(55.8)	(92.2)	(81.5)	(105.6)	(101.5)	(99.8)
Управленческие расходы	(43.1)	(42.6)	(36.4)	(42.0)	(43.9)	(52.8)	(55.3)
Резерв на гарантийное обслуживание и ремонт	-	(0.1)	(11.2)	(4.2)	(5.8)	(6.0)	(6.3)
Налоги, кроме налога на прибыль	(2.8)	(2.7)	(3.1)	(3.0)	(4.1)	(4.3)	(4.5)
Прочие операционные расходы	(23.8)	(15.8)	(17.2)	(18.3)	(19.3)	(20.5)	(21.4)
<b>Итого операционные издержки</b>	<b>(142.6)</b>	<b>(129.4)</b>	<b>(174.6)</b>	<b>(167.8)</b>	<b>(203.6)</b>	<b>(204.9)</b>	<b>(208.1)</b>
<b>ЕБИТДА</b>	<b>165.8</b>	<b>157.3</b>	<b>178.4</b>	<b>160.5</b>	<b>283.6</b>	<b>321.4</b>	<b>240.1</b>
<i>ЕБИТДА рентабельность</i>	26.7%	24.8%	17.0%	16.1%	20.5%	22.9%	17.7%
Амортизация	(17.3)	(20.3)	(26.8)	(29.6)	(30.0)	(31.0)	(31.9)
<b>Операционная прибыль</b>	<b>148.5</b>	<b>137.1</b>	<b>151.6</b>	<b>130.9</b>	<b>253.6</b>	<b>290.4</b>	<b>208.1</b>
<i>Операционная рентабельность</i>	23.9%	21.6%	14.4%	13.2%	18.4%	20.7%	15.3%
Процентные расходы	(61.0)	(58.6)	(58.9)	(53.9)	(47.8)	(40.4)	(29.4)
<b>Прибыль до налога</b>	<b>87.5</b>	<b>78.4</b>	<b>92.7</b>	<b>77.0</b>	<b>205.8</b>	<b>250.0</b>	<b>178.8</b>
Налог на прибыль	(20.2)	(18.8)	(22.2)	(18.5)	(49.4)	(60.0)	(42.9)
<b>Чистая прибыль</b>	<b>67.3</b>	<b>59.6</b>	<b>70.4</b>	<b>58.5</b>	<b>156.4</b>	<b>190.0</b>	<b>135.9</b>
<i>Чистая рентабельность</i>	10.8%	9.4%	6.7%	5.9%	11.3%	13.5%	10.0%

Баланс (млн.долл.)	2004	2005 (О)	2006 (П)	2007 (П)	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)
Денежные средства	115.0	92.1	-	-	-	-	-
Дебиторская задолженность	236.6	236.7	404.9	367.8	531.3	523.3	523.8
Запасы	260.4	267.9	455.2	381.6	532.1	506.8	542.9
Внеоборотные активы	304.3	404.8	465.7	453.4	484.5	481.3	514.4
<b>Итого активы</b>	<b>916.3</b>	<b>1 001.6</b>	<b>1 325.9</b>	<b>1 202.7</b>	<b>1 547.9</b>	<b>1 511.4</b>	<b>1 581.1</b>
Овердрафт	272.2	-	143.3	151.1	164.2	32.4	172.9
Кредиторская задолженность	196.2	219.8	435.5	408.4	613.5	596.7	608.6
Долгосрочные кредиты и займы	294.0	575.5	471.5	337.9	330.9	313.0	102.6
Акционерный капитал	153.9	206.3	275.6	305.4	439.3	569.3	697.0
<b>Итого пассивы</b>	<b>916.3</b>	<b>1 001.6</b>	<b>1 325.9</b>	<b>1 202.7</b>	<b>1 547.9</b>	<b>1 511.4</b>	<b>1 581.1</b>

Движение денежных потоков (млн.долл.)	2004	2005 (О)	2006 (П)	2007 (П)	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)
<b>ЕБИТДА</b>	<b>165.8</b>	<b>157.3</b>	<b>178.4</b>	<b>160.5</b>	<b>283.6</b>	<b>321.4</b>	<b>240.1</b>
Налог на прибыль уплаченный	(20.2)	(20.6)	(18.7)	(21.9)	(18.2)	(48.9)	(59.6)
Изменение оборотного капитала	54.0	(2.1)	(129.1)	52.0	(151.8)	(15.1)	15.4
Проценты уплаченные	(59.7)	(44.8)	(65.6)	(46.1)	(46.5)	(46.3)	(28.8)
<b>Текущий денежный поток</b>	<b>139.9</b>	<b>89.8</b>	<b>(35.0)</b>	<b>144.5</b>	<b>67.0</b>	<b>211.2</b>	<b>167.0</b>
Капитальные вложения	(7.4)	(123.2)	(77.0)	(44.1)	(50.0)	(48.8)	(50.1)
<b>Чистый денежный поток</b>	<b>132.5</b>	<b>(33.3)</b>	<b>(112.0)</b>	<b>100.4</b>	<b>17.0</b>	<b>162.3</b>	<b>117.0</b>
Погашение кредитов и займов	(80.6)	10.2	24.7	(93.5)	(5.5)	(131.4)	(79.2)
Изменения акционерного капитала	51.0	-	-	-	-	-	-
Дивиденды	(1.1)	-	(5.9)	(6.9)	(11.5)	(31.0)	(37.8)
Денежный поток от финансовой деятельности	(30.6)	10.2	18.8	(100.4)	(17.0)	(162.3)	(117.0)
Общий денежный поток	101.8	(23.1)	(93.3)	-	.0	-	-
<b>Остаток денежных средств на конец периода</b>	<b>115.0</b>	<b>92.1</b>	<b>.0</b>	<b>.0</b>	<b>.0</b>	<b>.0</b>	<b>.0</b>

Коэффициенты	Ср. Показ. 05-10	2005 (О)	2006 (П)	2007 (П)	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)
Чистый долг / ЕБИТДА	2.0	3.1	3.4	3.0	1.7	1.1	1.1
ЕБИТДА / Процентные расходы	4.6	2.7	3.0	3.0	5.9	8.0	8.2
Долг / Акционерный капитал	1.1	2.8	2.2	1.6	1.1	0.6	0.4
Чистый долг / Валюта баланса	0.3	0.5	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2

Источник: оценка МДМ Банка

## АНАЛИЗ ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТИ

Анализ чувствительности проведен на основании вероятности заключения новых контрактов и способности Корпорации по эскалации долларовой цены контрактов в условиях укрепления курса рубля.

Наиболее чувствительным фактором является возможность эскалирования контрактных цен для Корпорации. Вероятность отказа от существующей практики представляется маловероятной. Тем не менее, даже при неблагоприятном стечении обстоятельств (более стремительном, чем прогнозный укреплении курса рубля при невозможности коррекции цен), EBITDA превышает сумму всех процентных выплат в минимум в 1,7 раз и в среднем в 2,3 раза на протяжении всего прогнозного периода.

Таблица 7. Анализ чувствительности

(Средний показатель 2005-2010)	Чистый долг / EBITDA	EBITDA / Проц. Расх.	Долг / Акционер. Кап.	Чист. долг / Валюта баланса
<b>Базовый сценарий</b>	<b>2.0</b>	<b>4.5</b>	<b>1.1</b>	<b>0.3</b>
Уменьшение объема поставок Як130 на 50%	2.3	4.1	1.2	0.4
Уменьшение объема поставок Су-30МК в Тайланд на 50%	2.1	4.3	1.2	0.3
Уменьшение объема поставок БПЛА на 70%	2.1	4.4	1.1	0.3
Уменьшение объема поставок Бе200 на 70%	2.1	4.5	1.1	0.3
Нет возможности эскалировать цены контрактов	4.2	2.3	2.1	0.4

Источник: оценка МДМ Банка

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

### **Прогнозный денежный поток достаточен для обслуживания долга**

Несмотря на трудное состояние отрасли, в отличие от других стран, вынужденной функционировать в условиях практически полного отсутствия государственного финансирования, Иркут выгодно выделяется на фоне российских авиапроизводителей. Крупнейший частный производитель, Иркут самостоятельно привлек финансирование на модернизацию модели Су-27 и на сегодняшний день обладает самым совершенным многофункциональным истребителем поколения 4+ Су-30МКИ, чей экспортный потенциал подтвержден, в том числе, выигранным у Boeing тендером на поставку в Малайзию и существующим портфелем заказов на (\$5,3 млрд.). Потенциал Су-30МКИ и, в меньшей степени, другие перспективные модели (Як-130 и Бе-200), а также программа с EADS, по нашим прогнозам позволит Корпорации генерировать средний денежный поток на уровне \$100 млн. (EBITDA/ процентные выплаты 4,5) в год на срок до 2010 г.

Условия вступления Корпорации в ОАК разрабатываются в настоящее время при непосредственном участии менеджмента Корпорации с учетом интересов кредиторов.

При юридической реорганизации Корпорации при вступлении в ОАК, создание которой, по нашему мнению, положительно отразится на отрасли в целом, кредиторы могут реализовать право досрочного погашения долга.

## Контактная информация



### МДМ Банк Инвестиционный блок

Котельническая наб. 33/1,  
Москва, Россия 115172

Тел: +7 (095) 795-2521, +7 (095) 797-9500

Факс: +7 (095) 960-2250

[www.invest.mdmbank.ru/analit](http://www.invest.mdmbank.ru/analit)

Bloomberg: MDMG <GO>

#### Руководство

**Алексей Панферов**      Руководитель Инвестиционного блока

Продажи и трейдинг		Вн. Тел.	E-mail
<b>Игорь Суханов,</b>	MD, Начальник управления	2574	<a href="mailto:igor.sukhanov@mdmbank.com">igor.sukhanov@mdmbank.com</a>
<b>Линаида Еремина,</b>	D, Внутренние продажи	2487	<a href="mailto:linaida.eremina@mdmbank.com">linaida.eremina@mdmbank.com</a>
<b>Наталия Ермолицкая,</b>	VP, Международные продажи	2415	<a href="mailto:natalia.ermolitskaya@mdmbank.com">natalia.ermolitskaya@mdmbank.com</a>
<b>Дмитрий Омельченко,</b>	Associate, Внутренние продажи	2475	<a href="mailto:dmitry.omelchenko@mdmbank.com">dmitry.omelchenko@mdmbank.com</a>
<b>Александр Никонов,</b>	D, Торговля облигациями	2588	<a href="mailto:alexander.nikonov@mdmbank.com">alexander.nikonov@mdmbank.com</a>
<b>Алексей Базаров,</b>	D, Операции с Репо	2406	<a href="mailto:alexei.bazarov@mdmbank.com">alexei.bazarov@mdmbank.com</a>
<b>Наталя Храброва,</b>	Трейдер Репо	2409	<a href="mailto:natalia.khrabrova@mdmbank.com">natalia.khrabrova@mdmbank.com</a>

#### Рынок долгового капитала

<b>Андрей Добрынин,</b>	MD, Начальник управления	2512	<a href="mailto:andrey.dobrynin@mdmbank.com">andrey.dobrynin@mdmbank.com</a>
<b>Тимур Кибатуллин,</b>	Заместитель директора	2443	<a href="mailto:timur.kibatullin@mdmbank.com">timur.kibatullin@mdmbank.com</a>
<b>Денис Гаевский,</b>	VP	2417	<a href="mailto:denis.gaevsky@mdmbank.com">denis.gaevsky@mdmbank.com</a>
<b>Антон Кирюхин,</b>	VP	2422	<a href="mailto:anton.kirukhin@mdmbank.com">anton.kirukhin@mdmbank.com</a>

#### Исследования рынка долговых обязательств

<b>Артур Аракелян,</b>	Начальник отдела анализа рынка облигаций	2566	<a href="mailto:artur.arakelyan@mdmbank.com">artur.arakelyan@mdmbank.com</a>
<b>Денис Гусев,</b>	Аналитик	4136	<a href="mailto:denis.goussev@mdmbank.com">denis.goussev@mdmbank.com</a>

#### Кредитный анализ

<b>Виктор Моисеев,</b>	Начальник отдела кредитных исследований	2449	<a href="mailto:victor.moiseev@mdmbank.com">victor.moiseev@mdmbank.com</a>
<b>Николай Богатый,</b>	Главный аналитик	2489	<a href="mailto:nikolay.bogaty@mdmbank.com">nikolay.bogaty@mdmbank.com</a>

Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Настоящий документ основан на общедоступных источниках информации, заслуживающих доверие, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. Любая информация в настоящем документе может быть изменена нами в любой момент без предварительного уведомления.

© 2005, МДМ Банк. Без разрешения МДМ Банка запрещается воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, опубликовывать, переводить на другие языки, распространять и совершать любые другие действия.