



Уникальная продукция. Предлагая качественную продукцию (истребители МиГ-29 и его модификации) по сравнительно низкой цене, РСК МиГ не имеет конкурентов в своей нише и является естественным выбором для стран, где влияние НАТО не играет определяющей роли.

По итогам 2005г. компания показала чистую прибыль впервые за три года. В 2006г. компания ожидает чистую прибыль на уровне 74,9 млн. долл. США и операционную прибыль на уровне 145,4 млн. долл. США.

Рост портфеля заказов в 2,5 раза до 2 252 млн. долл. США в 2006г. в основном за счет заключения с Алжиром контракта на поставку 128 истребителей, что обеспечит выручку на уровне 630 млн. долл. США в 2006г. (в 2,5 раза выше, чем в 2005г.) и на уровне 1,1 млрд. долл. США в 2007г. (на 75% выше, чем в 2006г.) По мнению компании, чистая прибыль за эти годы превысит 300 млн. долл. США.

РСК МиГ станет частью Объединенной авиастроительной корпорации (ОАК) уже в апреле 2007г. после переоценки активов и завершения процесса акционирования до конца 2006г. Помимо НПК «Иркут» РСК МиГ является единственной компанией, обладающей значительным портфелем заказов, и будет составлять одну из основ ОАК.

РСК МиГ пользуется поддержкой государства, в результате чего был списан долг Минфину РФ в сумме 83 млн. долл. США и возмещены проценты по кредитам на сумму 7,6 млн. долл. США в 2005г.

Основные риски: (1) способность РСК заключать новые контракты, которые смогут генерировать денежный поток, достаточный для обслуживания долга в период 2008-2009гг. (2) способность РСК переносить эффект укрепления рубля на конечного потребителя при заключении будущих контрактов.

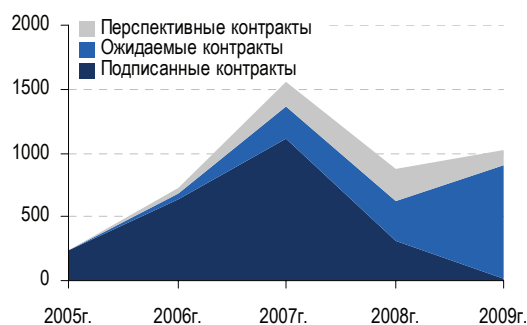
Даже при худшем сценарии развития событий риск банкротства РСК МиГ в значительной степени нивелируется благодаря стратегической значимости компании для государства с точки зрения поддержания обороноспособности страны, сохранения уникальных конструкторских разработок и создания безупречной репутации ОАК перед инвесторами.

Основные финансовые показатели, млн. долл. США

	2003	2004	2005
Выручка	104,7	158,4	245,8
Валовая прибыль	47,8	58,2	78,4
Операционная прибыль	25,5	32,7	37,4
Чистая прибыль	(9,1)	(18,9)	4,5
Финансовый долг	371,1	412,3	733,6
Чистые активы	(155,5)	(99,6)	(140,1)

Источник: данные компании, оценка МДМ банка

Выручка



Источник: данные компании, оценка МДМ Банка

Коэффициенты

	2003	2004	2005
Валовая рентабельность	45,7%	36,7%	31,9%
Рентабельность опер. прибыли	24,4%	20,6%	15,2%
Чистая рентабельность	(8,7%)	(11,9%)	1,8%
Долг/Операционная прибыль	14,6	12,6	19,6
Опер. прибыль/проценты	0,73	0,67	0,92
Финансовый долг/капитал	(2,4)	(4,1)	(5,2)

Источник: данные компании

Прогнозируемые коэффициенты

	2006П	2007П	2008П	2009П
Долг/Опер. прибыль	6,0	1,2	2,0	2,0
Опер. прибыль/проценты	2,1	7,4	6,4	6,5
Финансовый долг/активы	0,4	0,3	0,2	0,2

Источник: Оценки МДМ Банка

Аналитики

Виктор Моисеев	+7 (495) 795-2521
Victor.Moiseev@mdmbank.com	доб. 2449
Денис Воднев	
Denis.Vodnev@mdmbank.com	доб. 2407
Елена Морозова	
Elena.Morozova2@mdmbank.com	доб. 2444

Сильные стороны:

- **МиГ занимает перспективную рыночную нишу легких истребителей**, спрос на которые в мире растет. Относительно недорогой при высоком качестве и летных характеристиках истребитель МиГ-29 не имеет конкурентов в своем классе на российском рынке¹. На международном рынке МиГ-29 конкурирует с F-16 и Mirage-2000, которые по некоторым тактико-техническим характеристикам уступают ему, а по цене значительно превосходят: ориентировочная цена МиГ-29СМТ составляет 25-35 млн. долл. США против 32-50 млн. долл. США у Mirage-2000-5 и F-16A/C.
- **МиГ пользуется поддержкой государства**. Как ФГУП (федеральное государственное унитарное предприятие) по организационной структуре МиГ пользуется косвенной государственной поддержкой. Так, например, долг перед Минфином² был полностью списан, что привело к улучшению финансовых показателей (доля просроченной кредиторской задолженности сократилась с 20% в 2004г. до 16% в 2005г.) Помимо этого, государство частично возмещает проценты по кредитам компании (7,6 млн. долл. США в 2005г.) как экспортеру.
- **Рост портфеля заказов в 2,5 раза с 900 млн. долл. США в конце 2004г. до 2 252 млн. долл. США в начале 2006г.**, более 80% поставок по которому приходятся на ближайшие три года, обеспечивает МиГ значительной выручкой в прогнозном периоде. Ключевую роль сыграло подписание в начале 2006г. контракта с Алжиром на поставку 28 истребителей МиГ-29СМТ на сумму 1,2 млрд. долл. США. Основная часть отгрузок по контракту придется на 2007г., что обеспечит денежный поток на уровне свыше 700 млн. долл. США в этот год. Контракт также предусматривает опцион на покупку Алжиром еще 30 истребителей МиГ-29СМТ.
- **Лицензия на ведение внешнеэкономической деятельности позволяет экономить на услугах посредников**. Обладая собственной лицензией, компания не только может вести переговоры и заключать экспортные контракты, минуя Рособоронэкспорт и экономя на комиссии 5-15%, но также выступать посредником для других компаний и зарабатывать дополнительный комиссионный доход. Данная возможность сохранится и после вступления РСК МиГ в ОАК по данным Федеральной службы по военно-техническому сотрудничеству. Предполагается, что в ближайшее время будут внесены соответствующие поправки в закон «О военно-техническом сотрудничестве РФ с иностранными государствами»
- **Усиление команды менеджеров**. После затяжного периода финансовых неудач и относительно частой смены руководства в 2004 г. на РСК МиГ пришла новая управленческая команда во главе с Федоровым А.И., который обладает значительным опытом работы и деловыми связями в отрасли. Федоров последовательно занимал должности Главного инженера и Генерального директора ОАО «ИАПО», Генерального директора ФГУП «Сухой», Президента НПК «Иркут». В марте 2006г. Федоров был рекомендован Фрадковым М.Е. на пост руководителя ОАК. С приходом нового менеджмента активизировалось сотрудничество между МиГ и НАЗ «Сокол» (проведение НИОКР по МиГ-31 и сборка МиГ-29К), а также между МиГ и НПК «Иркут» (например, недавнее подписание соглашения о конверсии пассажирского Airbus A320 в транспортную версию совместными усилиями двух компаний), увеличился портфель заказов. Также была начата реорганизация и модернизация предприятия, направленная на повышение рентабельности.
- **Вертикально-интегрированная структура, объединившая все бизнес-процессы производства авиационной техники, снижает зависимость от внешних поставщиков и подрядчиков**. Входящие в состав Группы РСК МиГ предприятия и организации позволяют Группе проводить все работы от разработки концепции, проектирования, постройки опытных образцов и их испытаний до серийного производства, продажи и последующей технической поддержки, а также обучения летного и инженерно-технического состава.

¹ Второй по распространенности российский истребитель Су-27(30) создавался как дальний тактический истребитель-перехватчик и не является прямым конкурентом МиГ-29.

² Долг возник в результате нереализованной сделки по поставке МиГ-29 в Индию в 1997г. и перешел на РСК МиГ как правопреемника МАПО

Слабые стороны:

- **Основными рынками РСК МиГ являются развивающиеся страны, что может создавать риск неплатежей или просроченных долгов.** Рынки Африки, Латинской Америки и Юго-Восточной Азии характеризуются низким кредитным рейтингом (зачастую страновой рейтинг от Moody's, Standard & Poor's или Fitch отсутствует), а в ряде случаев - также политической нестабильностью. Таким образом, существует риск увеличения просроченной дебиторской задолженности, что может негативно повлиять на способность компании своевременно отвечать по своим долговым обязательствам. Кроме того, поскольку около половины портфеля приходится на контракт с Алжиром, риск неблагоприятных изменений в этой стране особенно важен для компании. На практике, за все время существования РСК МиГ безнадежной дебиторской задолженности по операциям не возникало, а ряд просроченных долгов (в частности, Бангладеш) были реструктурированы и выплачиваются. Риск неплатежа снижается благодаря новым контактам с Индией, обладающей относительно высокой платежеспособностью и кредитным рейтингом (Индия – Baa3 Moody's, для сравнения Россия: Baa2).
- **Высокая долговая нагрузка в 2005г. явилась одним из факторов неудовлетворительных финансовых результатов компании.** Операционная прибыль компании в 2005г. составила 37,4 млн. долл. США³ притом, что процентные расходы компании составили 40,7 млн. долл. США. Пик долговой нагрузки пришелся на 2005г., когда отношение долг/операционная прибыль составило 19,6х, а операционная прибыль/процентные расходы 0,9х, что в частности объясняется растущей потребностью в оборотном капитале с ростом заказов. Ожидается, что хотя абсолютное значение долга в 2006г. возрастет, в результате роста выручки показатели долговой нагрузки улучшатся: отношение долг/операционная прибыль снизится до 6,0х, операционная прибыль/процентные расходы увеличится до 2,1х.
- **Медленный оборот запасов, дебиторской и кредиторской задолженности, а также значительная амплитуда колебаний оборотного капитала** объясняется длинным производственным циклом и относительно низкой загрузкой мощностей. По состоянию на конец 2005г. декларированный объем запасов превышал выручку этого года в полтора раза.
- **Высокая степень изношенности производственного оборудования и неоптимальная организация бизнес-процессов** способствовали снижению валовой рентабельности с 58% в 2001г. до 32% в 2005г. Степень износа оборудования по отдельным производственным мощностям составляет 80-90% (Производственный комплекс №2 в Москве, Калязинский машиностроительный завод), что определяет высокую потребность в инвестициях. В рамках оптимизации бизнес-процессов компания переносит производство из Москвы в подмосковные Луховицы и вводит информационную систему MIS. Кроме того, планируется закупка оборудования под программу конвертации пассажирских А320 в транспортные самолеты, что также ведет к отвлечению денежных средств на инвестиционные цели.
- **Недостаточная информационная открытость затрудняет прогнозирование будущих денежных потоков.** Ключевая информация о деятельности компании, такая как детали контрактов и графики поставок, объемы НИОКР, направления и суммы инвестиций, имеют статус государственной тайны. Отсутствие переоценки основных средств с 1992г. делает показатель чистых активов, а также рассчитываемые на его основе коэффициенты структуры баланса и оборачиваемость активов бессмысленными. Так на конец 2005г. компания имела показатель чистых активов -20,5 млн. долл. США и отношение долг/капитал -30х⁴.

Возможности:

- **Вступление в ОАК должно повысить рентабельность в среднесрочном и долгосрочном периоде.** Консолидация отечественной авиационной промышленности обеспечит существенную экономию на масштабах. В первую очередь это касается административных расходов, НИОКР, маркетинга и послепродажного обслуживания. Также единое управление и планирование позволит оптимизировать выпуск продукции компаний и увеличить рентабельность в долгосрочной перспективе. В составе ОАК РСК МиГ будет иметь возможность участвовать в государственных программах поддержки НИОКР (в частности, по разработке

³ Компания не имеет отчетности по МСФО, поэтому финансовые показатели считаются по данным РСБУ

⁴ Показатели рассчитаны на основе баланса по РСБУ и отличаются от использованных в финансовой модели, поскольку для анализа мы консервативно включали в расчет забалансовые обязательства.

беспилотных летательных аппаратов и в перспективе - истребителя 5-го поколения), а также возможность получения государственных оборонных заказов и сотрудничества с мировыми авиапроизводителями. Присоединение РСК МиГ к ОАК в марте - апреле 2007г. также снижает кредитные риски, поскольку государство будет крайне заинтересовано в финансовой стабильности вновь создаваемой корпорации. Мы ожидаем, что переход на единую акцию (прекращение юридического существования МиГ) в рамках ОАК произойдет в 2008г. В данном случае по долгам общества будет отвечать ОАК, рейтинг которой будет близким к суверенному⁵.

Компания обладает потенциалом дальнейшего роста портфеля заказов, в том числе за счет опционов на дополнительную поставку по 30 машин по контрактам с Индией и Алжиром. Кроме того, компания участвует в тендере на поставку 126 истребителей для Индии (МиГ-35). Ведется предконтрактная работа по поставкам истребителей в ряд африканских стран, а также по программам модернизации ранее поставленных истребителей в Индию и Малайзию. Имеются хорошие перспективы реализации масштабных программ поставки самолетов МиГ-29М/М2 в Индию и МиГ-29СЭ в Египет и другие страны. Согласно прогнозам компании, до 2010г. ожидается поставка 300 машин в 14 стран. Таким образом, на различных стадиях переговоров находятся контракты на общую сумму порядка 2 млрд. долл. США, что позволяет консервативно ожидать получения новых заказов на сумму 1,5 – 1,7 млрд. долл. США в ближайшие годы.

Модификации и новые разработки МиГ будут актуальны в среднесрочной перспективе. Унифицированное семейство истребителей «4++» поколения МиГ-29К/КУБ (МиГ-33), а также новая разработка - МиГ-29ОВТ обеспечат интерес к продукции компании на рынке легких истребителей четвертого поколения. На сегодняшний день компания завершает разработку новых модификаций МиГ-29 поколения «4++», рассчитанных на рынки с высоким платежеспособным спросом. МиГ-29ОВТ (впервые продемонстрирована в 2005г.) обладает значительными преимуществами по сравнению с другими существующими истребителями 4-го поколения по своим летным и маневренным характеристикам, благодаря отклоняемому вектору тяги и, вероятно, будет успешно конкурировать на рынке легких истребителей вплоть до начала серийного производства в мире истребителей 5-го поколения, по нашим оценкам не ранее 2010г.

В среднесрочной перспективе ежегодная выручка МиГ может пополниться на 190 – 210 млн. долл. США за счет оборонного заказа. Из 4,9 трлн. руб. (185 млрд. долл. США), которые Военно-промышленная комиссия планирует выделить на госпрограмму вооружений до 2015г., около 30 млрд. долл. США придется на обновление вертолетного и самолетного парка. Хотя Министерством обороны РФ предусмотрена модернизация стоящих на вооружении МиГ-29 и существует принципиальная договоренность с Минобороны по модернизации МиГ-31, пока трудно оценить насколько это повлияет на финансовые результаты компании. Если на МиГ придется 5% общей заявленной суммы, это составит порядка 190 -210 млн. долл. США в год дополнительной выручки. Тем не менее, в базовом сценарии мы консервативно не учитываем дополнительную выручку от госзаказа.

Угрозы:

Укрепление рубля может привести к снижению рентабельности продаж. Выручка РСК МиГ выражена главным образом в долларах США, в то время как около половины расходов производятся в рублях. В случае значительного укрепления рубля рентабельность компании может снизиться в силу более стремительного роста затрат по сравнению с ростом выручки (в том числе за счет повышения цен поставщиков), что ослабит конкурентные позиции РСК МиГ. Компания предпринимает меры к ограничению этого риска путем заключения форвардных валютных контрактов на сумму около 70% рублевых расходов, что позволяет фиксировать обменный курс. Кроме того, РСК МиГ заключает контракты с поставщиками в той же валюте, что и с клиентами.

Серьезная конкуренция на мировом рынке в сегменте легких истребителей 4-го поколения. Мировое авиастроение развивается в значительной мере циклически, испытывает избыток производственных мощностей и является чрезвычайно конкурентным. На сегодняшний день разработка истребителя 5-го поколения в России ведется инертно в отличие от США. В результате, в долгосрочной перспективе в случае начала серийного производства истребителей 5-го поколения можно ожидать снижения цен на подержанные (замещенные более новой техникой) самолеты предыдущего поколения, что может составить значительную конкуренцию российской

⁵ По российскому законодательству, при изменении юридического лица, заемщик в праве требовать досрочного погашения долга, что фактически соответствует оферте по выпускам РСК МиГ.

продукции на мировом рынке. Тем не менее, данный риск представляется маловероятным в среднесрочной перспективе и, по нашим оценкам, обретет реальные черты не ранее 2010г.

■ **Серьезное ухудшение отношений России с основными покупателями МиГ – Индией и Алжиром**, на которые приходится две трети существующего портфеля заказов компании и четверть перспективных контрактов, или значительное улучшение их отношений со странами-конкурентами России по экспорту истребителей, может существенно повлиять на финансовое положение и перспективы МиГ. Например, улучшение отношений с США теоретически может привести к проникновению американских компаний, производящих вооружения, на рынки этих стран за счет вытеснения МиГ. Так, в начале 2006г. США предложили Индии совместное производство модифицированных истребителей F-16. МиГ глобально диверсифицирует рынки присутствия, о чем свидетельствует постоянно растущий перечень стран-контрагентов. Недавно подписаны контракты на поставку авиационного оборудования с Суданом, контракты на обслуживание самолетов МиГ со Словакией и Болгарией.

■ **Нехватка высококвалифицированного персонала** в случае значительного увеличения портфеля заказов может негативно сказаться на возможности компании своевременно исполнять контракты и ограничивает перспективы компании на заключение новых контрактов. Уже сейчас загрузка на некоторых участках производства в несколько раз превышает нормативы, вводятся вторые и третьи смены. Такая ситуация характерна для периода разработки и доведения новых модификаций самолетов, после постановки которых в серийное производство степень загрузки персонала нормализуется, тогда как выпуск готовых истребителей возрастает, что, по мнению компании, произойдет не ранее чем через год. Нехватка квалифицированных рабочих характерна для отрасли в целом и, вероятно, в среднесрочной перспективе будет решаться путем создания или возрождения профессиональных учебных заведений, в том числе на предприятиях.

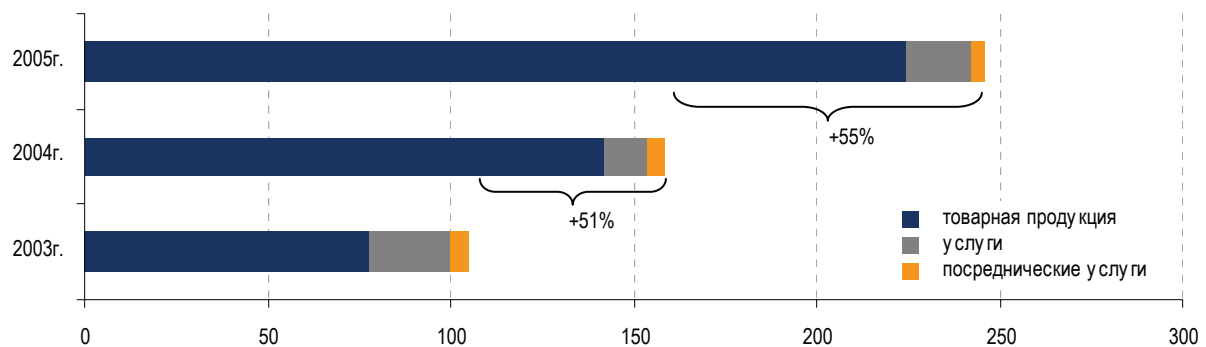
■ **Снижение рентабельности при слиянии в ОАК с менее рентабельными производителями отрасли.** После консолидации рентабельность ОАК может снизиться в краткосрочной перспективе на период реорганизации (оптимизации административных и управленческих процессов, рационализации производства и сокращения избыточных производственных мощностей). Негативное влияние на рентабельность объединенной компании, ожидается в том числе от предприятий гражданского авиастроения (Туполев, Ильюшин). В силу закрытости финансовой отчетности компаний – членов ОАК оценить уровень рентабельности ОАК после образования не представляется возможным.

Краткий обзор компании

Лидер на рынке легких истребителей в России. ФГУП «Российская самолетостроительная корпорация МиГ» была создана на базе государственных компаний: Конструкторского бюро имени Микояна и Гуревича, московского завода МАПО МиГ и нескольких смежных предприятий в 1999г. РСК МиГ является одной из системообразующих компаний авиационной отрасли России и ядром вертикально интегрированной группы по производству и модернизации самолетов МиГ, включающей: ОАО «ММП им. Чернышева», ФГУП «Завод им. Климова», ОАО «Объединение «Прибор», Государственный Рязанский приборный завод и ряд других компаний.

Основной продукцией является легкий истребитель МиГ-29 в различных модификациях, в том числе поколения «4+» - МиГ-29 СМТ, МиГ-29Б, МиГ-29К. В структуре выручки за 2001-2005гг. на долю поставок истребителей приходилось в среднем 86%. Также РСК оказывает услуги по ремонту, техническому обслуживанию и модернизации ранее поставленных истребителей, в том числе третьего поколения (МиГ-21, МиГ-23, МиГ-25, МиГ-27, МиГ-29, МиГ-31) в среднем на сумму, соответствующую 11% общей выручки в 2001-2005гг. Оставшиеся три процента выручки компании приходились на долю комиссионных: РСК МиГ имеет лицензию на осуществление самостоятельной внешнеэкономической деятельности, что позволяет ей оказывать посреднические услуги другим компаниям группы.

Выручка, млн. долл. США



Источник: отчетность компании

Стратегически важный актив для государства. РСК МиГ является одним из ключевых предприятий, на основе которого будет создаваться ОАК, в том числе, поскольку основу выручки ОАК в первое время будет составлять экспортные поставки РСК МиГ и НПК Иркут. В рамках подготовки вхождения в ОАК компания проводит подготовку к акционированию, намеченному на конец 2006г., после чего 100% акций сохранятся у государства и будут переданы ОАК в апреле 2007г.

В 2005г. компания увеличила выручку на 65,5% и получила чистую прибыль 4,5 млн. долл. США⁶ впервые за последние три года. Перелом в финансовой ситуации произошел в силу следующих причин:

- Оживления спроса на легкие истребители на мировом рынке в результате насыщения основных рынков тяжелых истребителей и увеличение спроса на услуги по модернизации МиГ-29 в странах Восточной Европы, Африки и Юго-Восточной Азии.
- Выхода на новые рынки сбыта, в том числе за счет расширения продуктовой линейки (МиГ-29К/КУБ), и перехода на обслуживание парка самолетов МиГ по техническому состоянию.
- Прихода новой команды менеджеров, ранее руководивших НПК Иркут, проводящих реструктуризацию и реорганизацию компании в целях снижения издержек и подготовки к вхождению в ОАК.

⁶ В основном за счет списания отложенных налоговых активов, образовавшихся за счет накопленных убытков в предыдущие периоды.

Портфель заказов увеличился в 2,5 раза с 900млн. долл. США в конце 2004г. до 2 250 млн. долл. США в начале 2006г. за счет:

- Новых контрактов на поставку готовых самолетов и вооружения на сумму 1,2 млрд. долл. США: поставка 28 истребителей МиГ-29СМТ и 6 МиГ-29УБТ в Алжир, 12 истребителей МиГ-29К и 4 истребителей МиГ-29КУБ в Индию, 4 истребителей МиГ-29СМТ в Йемен, поставка вооружения для 29 самолетов МиГ-29 в Судан.
- Контрактов на сервисное обслуживание и модернизацию на сумму 400 млн. долл. США: поставка агрегатов для самолетов МиГ-29 в Индию, модернизация 4 истребителей под стандарты НАТО/ИКАО и контракт на абонентское обслуживание парка истребителей МиГ для Словакии.

Финансовая деятельность. Как ожидается на 2007г. придется рекордная выручка компании (около 1,1 млрд. долл. США). Для этого РСК МиГ активно накапливает запасы в этом году. Для их финансирования компания планирует выпуск облигаций в объеме 3 млрд. руб. Кроме того, часть средств будет направлена на программу капитальных вложений, которая на 2006-2009гг. составит порядка 40 млн. долл. США, предусматривающую модернизацию основного производственного оборудования и перенос сборочных мощностей из Москвы на Луховицкий производственный комплекс. Компания обладает опытом выпуска ценных бумаг – в 2004г. был размещен облигационный заем на сумму 1 млрд. руб. со сроком погашения в 2009г.

Российский военно-промышленный комплекс

После распада Советского Союза российский оборонный комплекс, как и многие отрасли промышленности, оказался в тяжелом состоянии. В последние годы для нужд армии было поставлено считанные единицы военной техники, так как гособоронзаказ практически исчез. Выделяемых в рамках военного бюджета сумм было недостаточно не только для разработки новой военной техники, но и для поддержания боеспособности армии. В результате конкурентоспособность России в мировой военно-промышленной отрасли значительно понизилась.

Развитие ВПК определяется следующими основными факторами:

Российский военный бюджет в 8,5 раз меньше среднего бюджета 5 ведущих государств. Размер российского военного бюджета в 2004г. составил около 427 млрд. рублей (около 14,8 млрд. долл. США). Для сравнения, военный бюджет в США превышал российский в 30 раз и равнялся 455,3 млрд. долл. США. Тем не менее, наблюдается положительная динамика его роста, так, по предварительным оценкам, общие затраты на оборону в России за 2005г. (которые включают пенсии военным, затраты Минобороны на социальную инфраструктуру и т.д) выросли на 10% и составили 729 млрд. рублей (25,8 млрд долл. США)⁷. Из этой суммы, по нашим оценкам, на авиастроение выделялись незначительные суммы.

Подавляющая доля доходов ВПК формируется за счет экспорта. Как следствие сравнительно небольшого военного бюджета российские производители ВПК вынуждены поставлять свою продукцию на экспорт, который направляется в страны, не имеющие собственного развитого ВПК, способного конкурировать с ведущими мировыми производителями, а также в страны, имеющие хорошие дипломатические отношения с Россией.

Таким образом, дальнейший рост ограничен с одной стороны – недостаточным государственным заказом, с другой стороны – внешнеполитической конъюнктурой, в результате чего большая часть мирового рынка вооружения закрыта для российских производителей.

Компании российского ВПК относительно невелики по сравнению с мировыми лидерами. В первую сотню крупнейших производителей вооружения вошли только 7 российских компаний по итогам 2004г.

Рейтинг крупнейших мировых компании ВПК, 2004 г.

Ранк	Компания	Страна	Выручка от ВПК, млн. долл. США
1	Lockheed Martin	США	34 050
2	Boeing	США	30 464
3	Northrop Grumman	США	22 126
4	BAE Systems	Великобритания	20 345
5	Raytheon	США	18 771
34	Сухой	Россия	1 469
50	Алмаз-Антей	Россия	929
66	Иркут	Россия	622
85	Корпорация «Аэрокосмическое оборудование»	Россия	444
88	МиГ	Россия	403
97	Адмиралтейские Верфи	Россия	354
98	Уфимские моторы	Россия	346

Источник: Defense News; ранжирована по общей выручке от продукции ВПК

Размер военного бюджета

Развитие военно-промышленного комплекса определяется, как правило, размерами военного бюджета страны, который зависит от размера ВВП. Несмотря на значительное снижение военного бюджета со времен СССР, расходы на оборону как процент от ВВП (2,7%) сопоставимы с уровнем ведущих стран, например США (3,9% в 2004г.)

⁷ SIPRI

Военные бюджеты ведущих стран, 2004г.

Страна	Военный бюджет, млрд. долл США	Общие затраты в % от ВВП
1 США*	455	3,9%
2 Великобритания	47	2,2%
3 Франция*	46	2,2%
4 Япония	42	0,9%
5 Китай*	35	1,8%
6 Германия	34	1,2%
7 Италия	28	1,6%
8 Саудовская Аравия	19	7,6
9 Юж. Корея	16	2,4%
10 Россия*	15	2,7%

Источник: SIPRI; *оценка

Последние тенденции в формировании военного бюджета позволяют компаниям ВПК смотреть в будущее с оптимизмом. В послании Президента РФ Федеральному Собранию от 10 мая 2006г. говорилось, что стратегической задачей для Минобороны на среднесрочную перспективу будет перевооружение действующей армии. В последствии Министр обороны Сергей Иванов заявил, что для этих целей будет выделено 4,939 трлн. рублей в период до 2015г., что соответствует примерно 20-23 млрд. долл. США в год дополнительно. Тем не менее, мы не можем достоверно оценить долю расходов на закупку самолетов и консервативно не предполагаем

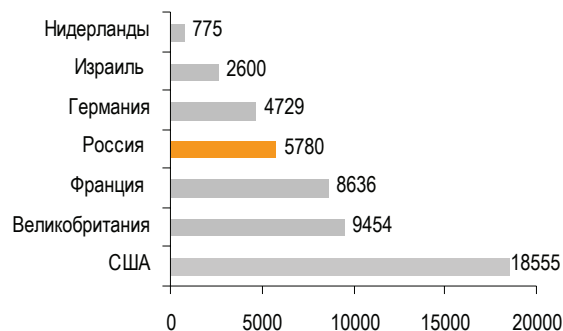
увеличения доходов МиГ от гособоронзаказа в нашей финансовой модели.

Экспорт вооружения

На мировом рынке Россия занимает четвертое место среди экспортеров вооружения, с объемом экспорта в 5,8 млрд. долл. США в 2004г. По заявлениям главы Федеральной службы по ВТС Михаила Дмитриева выручка от экспорта вооружения в 2005г. составила 6,1 млрд. долл. США, что в 2,7 раза выше по сравнению с 1998г. (2,3 млрд. долл. США).

Основными направлениями экспорта российского вооружения являются страны Юго-Восточной Азии, Ближнего Востока, Африки и страны СНГ. В период с 1994г. по 2004г. Китай закупал чуть больше трети всего российского экспорта вооружения, а Индия – около одной четверти. Таким образом, на долю этих двух стран приходилось более 50% российского экспорта вооружения. Значительную роль в этом играет геополитическая ситуация. Так, из соображений национальной безопасности компании США не могут заключать сделки с Китаем на поставку вооружения.

Экспорт вооружений в 2004г., млн. долл. США



Источник: SIPRI, Эксперт

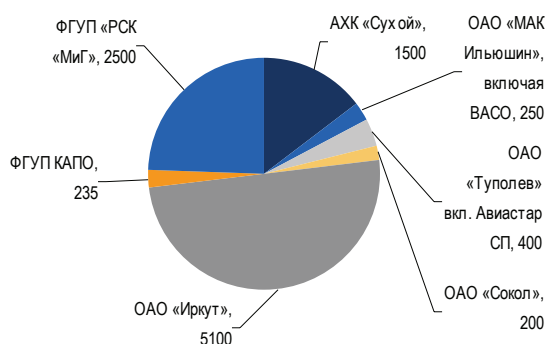
Основные реципиенты российского вооружения

	1994-2004гг.		2004г.		2000г.		1994г.	
	Ранг	Доля от общего	Ранг	Доля от общего	Ранг	Доля от общего	Ранг	Доля от общего
Китай	1	33,6%	1	34,9%	1	42,2%	5	5,9%
Индия	2	24,0%	2	27,3%	2	10,5%	2	18,8%
Иран	3	6,3%	5	4,2%	4	8,0%	6	5,8%
Алжир	4	3,8%	7	4,0%	6	5,6%	4	10,3%
Вьетнам	5	2,9%	8	3,9%	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.
ОАЭ	6	1,9%	10	1,9%	13	1,1%	3	14,4%
Казахстан	7	1,9%	15	0,4%	9	1,5%	н.д.	н.д.
Армения	15	1,2%	12	1,1%	н.д.	н.д.	1	23,1%
Эритрея	10	1,6%	3	6,2%	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.
Судан	14	1,3%	4	4,4%	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.
Йемен	8	1,8%	6	4,2%	12	1,3%	18	0,3%

Источник: SIPRI Arms Transfers Database

Российский экспортный рынок вооружений можно условно разделить на четыре сектора (кораблестроение, авиация, системы ПВО, ВВТ для сухопутных сил). Самым большим сектором является авиастроительный, доля которого в общем экспорте российского ВПК в 2004г. составляла примерно 52%. Единовременная транзакция по поставке в Китай большой партии подводных лодок и эсминцев привела к перераспределению экспортной выручки от общих поставок российского вооружения в пользу корабельной техники, доля которого составила около 69%. Такое изменение можно считать временным, и авиастроительный сектор в долгосрочной перспективе является одним из самых перспективных экспортных направлений ВПК. По данным Центра Анализа Стратегий и Технологий авиация имела самый большой портфель заказов среди всех отраслей ВПК, составляющий 59% от общего.

Портфель заказов авиастроительной отрасли, 2006г.



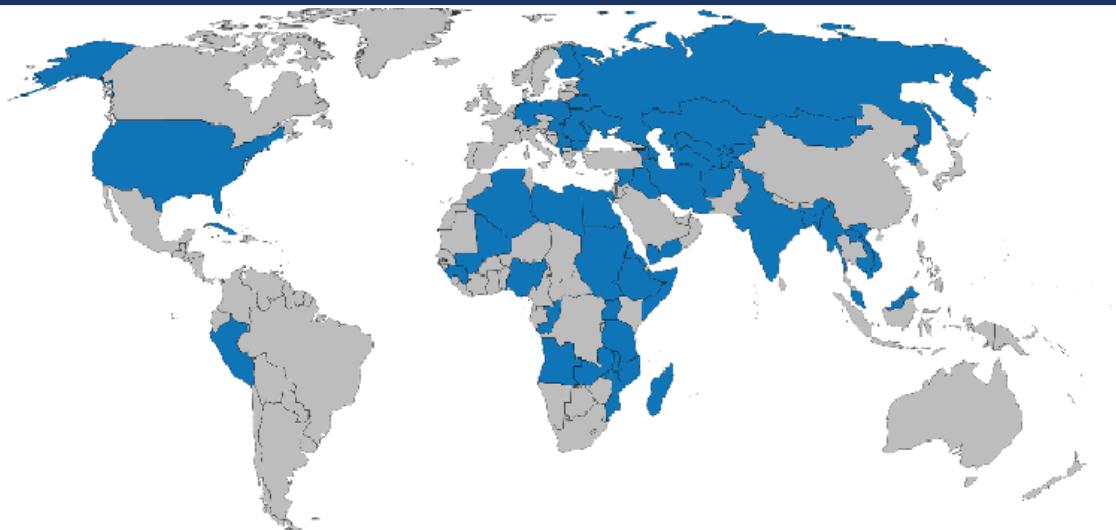
Источник: РСК МиГ

На сегодняшний день основным спросом пользуются истребители МиГ и Су. В то время как Су могут выпускать несколько компаний, прежде всего Иркут, (но также КнаАПО и НАПО), МиГ производит только непосредственно РСК МиГ (кроме того, «Сокол» может производить модернизацию МиГ). По нашему мнению, МиГ имеет большой экспортный потенциал и будет являться одной из центральных компаний ОАК.

В настоящий момент большинство экспортных поставок вооружений осуществляется через Рособоронэкспорт – федеральное унитарное предприятия, роль которого заключается в посреднических функциях. МиГ в основном осуществляет поставки вооружения напрямую,

минуя Рособоронэкспорт, поскольку имеет собственную лицензию. Так, последний крупный контракт на экспорт вооружений в Алжир был заключен при участии Рособоронэкспорт, но не как посредника, а как второго поставщика.

География продаж МиГ



Источник: данные компании

На данный момент продукция МиГ поставляется в 12 стран мира, а парк самолетов МиГ есть более чем у 40 стран. Всего в мире насчитывается около 6 000 единиц.

Создание ОАК

Государство намеревается решить посредством создания ОАК следующие проблемы российского авиационного сектора:

■ **Значительный избыток производственных мощностей.** С начала 1990-х госзаказ сократился в 14 раз. В результате загрузка оборудования в среднем упала до 10-15%.

■ **Компании занимаются собственными исследованиями и разработками.** Таким образом, и без того незначительные ресурсы распределяются среди большого числа разнообразных проектов, вместо того чтобы концентрироваться на приоритетных целях, например на создании истребителя пятого поколения.

■ **Конкуренция между российскими производителями** за госзаказы и экспортные контракты.

Целью консолидации предприятий отрасли в ОАК является оживление отрасли и повышение ее конкурентоспособности на мировом рынке. В рамках реализации планов по консолидации отрасли авиастроения Президент России Владимир Путин 21 февраля 2006г. подписал указ «Об открытом акционерном обществе «Объединенная авиастроительная корпорация». Приоритетными направлениями деятельности корпорации будут являться разработка, производство, реализация, сопровождение эксплуатации, гарантийное и сервисное обслуживание, модернизация, ремонт и утилизация авиационной техники военного и гражданского назначения в интересах государства, а также внедрение новых технологий и разработок в области самолетостроения.

Предполагается, что процесс создания ОАК будет проходить следующие этапы:

- 1) Июнь-Октябрь 2006г. – Оценка компаний, входящих в ОАК, и согласование ее результатов с Росимуществом. В конце данного этапа будет осуществлено формирование ОАК путем вхождения всех государственных компаний, за исключением РСК МиГ и КАПО, и частичное вхождение частных компаний в объеме, позволяющем государству сохранить 75% долю.
- 2) Декабрь 2006г. – акционирование РСК МиГ и КАПО. Государство сохранит 100% пакет акций данных компаний для последующей передачи в ОАК.
- 3) Апрель 2007г. – вхождение в ОАК РСК МиГ и КАПО и дополнительное вхождение частных компаний до размывания доли государства до 75%.
- 4) Формирование бизнес единиц по направлениям гражданской, транспортной и военной авиации.
- 5) IPO и сокращение доли государства до 51%.

Предполагается, что создание ОАК полностью завершится в конце первого квартала 2007г., в результате которого НПК Иркут, АХК Сухой, РСК МиГ, КАПО, КнаАПО, НАЗ Сокол, ОКБ им. Ильюшина и ОКБ им. Туполева передадут или обменяют свои акции на акции ОАК.

Вхождение в ОАК будет способствовать экономии на масштабах, что позволит сократить издержки и увеличить рентабельность. Как ключевое звено в составе ОАК РСК МиГ будет иметь хорошую возможность пользоваться государственной поддержкой в проведении НИОКР, получать государственные военные заказы и экспортные контракты. Тем не менее, в результате вхождения в ОАК рентабельность может снизиться на протяжении нескольких лет в ходе оптимизации административных и управленческих процессов, рационализации производства и сокращения избыточных производственных мощностей. Наличие в качестве основного акционера государства частично компенсирует этот риск, так как государство выступает заинтересованным и платежеспособным собственником, который с большой долей вероятности может оказать помощь при возникновении финансовых трудностей в процессе консолидации (см. Приложение №1: Заинтересованность государства в непрерывной деятельности РСК МиГ). Предполагается, что в первое время выручка ОАК будет формироваться за счет экспорта, до тех пор, пока госзаказ не приобретет достаточный объем.

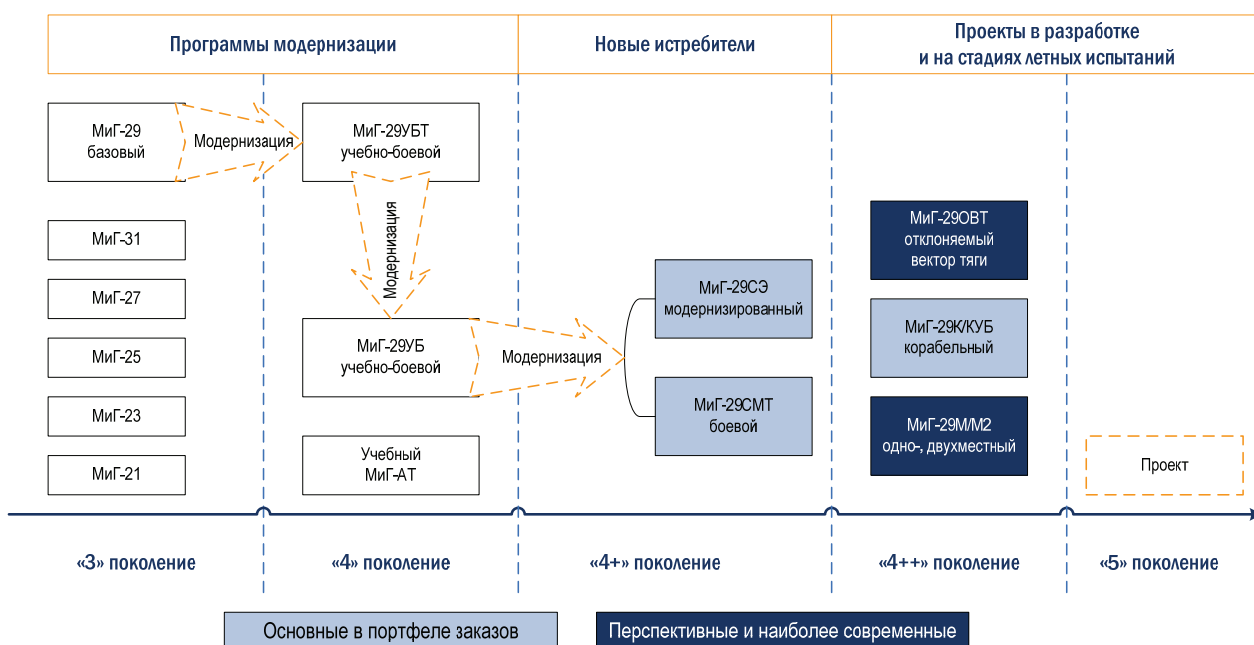
Операционная деятельность

Продукция

Компания специализируется на выпуске легких боевых истребителей. Основу производственной программы компании составляют семейство истребителей МиГ-29 и программы модернизации более ранних моделей МиГ-21, МиГ-23, МиГ-25, МиГ-27, МиГ-31 (более подробная информация представлена в Приложении №2). Хотя у компании существуют программы гражданского назначения, такие как многоцелевой легкий самолет Ил-103, Авиатика-МАИ-890, МиГ-110, они не являются приоритетными и в рамках ОАК будут переданы в бизнес единицу по гражданской авиации. Кроме того, компания разработала учебно-тренировочный самолет нового поколения МиГ-АТ⁸.

Основными конкурентными преимуществами МиГ-29 и его модификаций являются высокая боевая эффективность, высокие маневренные характеристики и уровень надежности и безопасности полетов, простота и экономичность эксплуатации, цена.

Продуктовая линейка



Источник: данные компании

Основные конкуренты

Легкий истребитель МиГ-29 не имеет конкурентов на российском рынке, так как является единственным в своем классе.

На внешнем рынке конкурентами РСК МиГ и МиГ-29 в частности являются F-16C/D (Lockheed Martin Aeronautics Company, США), JAS-39 Gripen (Saab Aircraft, Швеция), Mirage-2000-5 и Rafale (Dassault Aviation, Франция), F/A-18C/D (Boeing, США). По данным компании, при проведении международных тендеров на поставку истребителей конкурентами МиГ-29 являются F-16 и Mirage-2000, тогда как опять же по данным компании JAS-39 Gripen уступает российскому МиГ-29 по основным тактико-техническим характеристикам и не испытан при ведении в реальных боевых действиях в воздухе в отличие от МиГ-29 (Афганистан, Эритрея и др.) Тем не менее, JAS-39 Gripen является

⁸ В отличие от основного вида продукции РСК МиГ (боевых истребителей), учебно-тренировочный МиГ-АТ нуждается в подтверждении заказов. На наш взгляд перспективы получения большого количества заказов на МиГ-АТ невелики, так как эта модель проиграла тендер Министерства обороны России самолету Як-130 (разработки ОКБ им. Яковлева, входящего в группу НПК Иркут)

основным конкурентом с точки зрения цены. Из таблицы видно, что МиГ-29 по сравнению другими легкими истребителями характеризуется лучшим соотношением цена/качество.

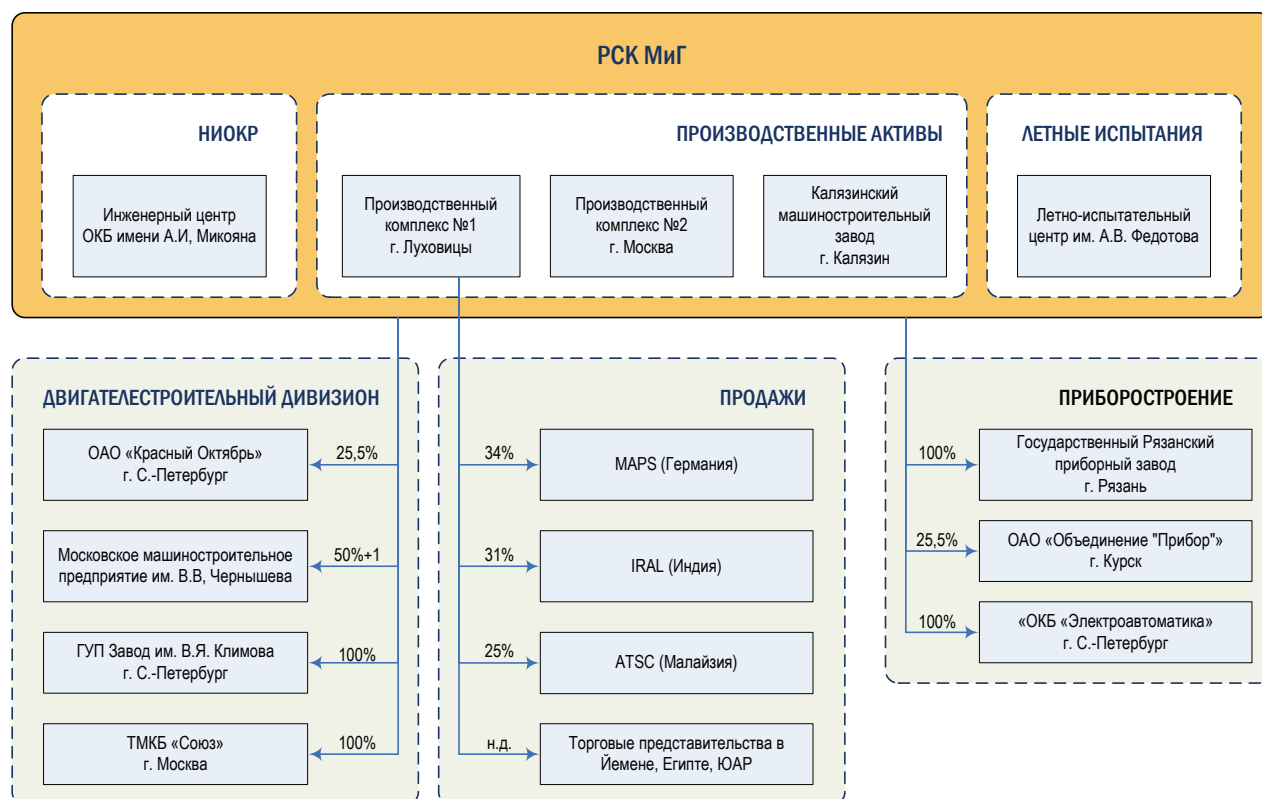
Основные конкуренты								
	Тип	Взлетный вес (мин/макс), т	Макс. скорость, км/ч	Дальность полета, км	Боевая нагрузка, т	Производство	Серийное производство	Цена, млн. долл. США
МиГ-29СМТ	многоцелевой истребитель	17/22	2 400	2 100	5,0	РСК МиГ	с 1982г.	25-35
Mirage-2000-5	Многоцелевой истребитель-перехватчик	12,2/17	2 340	1 650	6,3	Dassault	с 1979г.	40
F-16A/C	многоцелевой истребитель	11,4/17	2 120	1 600	5,4	Lockheed Martin	с 1975г.	32-50
F/A-18C/D	Палубный многоцелевой истребитель	16,6/25,4	1 950	1 065	6,6	Boeing	С 1982г.	46-60
Gripen JAS-39	многоцелевой истребитель	8,5/13	2 200	2 150	5,0	SAAB	с 1993г.	30-35

Источник: данные компаний, РСК МиГ

Структура группы

Группа МиГ является вертикально-интегрированной структурой, объединяющей компании, способные осуществлять полный цикл производства истребителей от проектирования и разработки технологии до производства и продажи авиационной техники. В компанию входят инженерный центр (ОКБ им. А.И. Микояна), производственный центр им. П.А. Воронина с тремя производственными площадками, летно-испытательный центр им. А.В. Федотова. Кроме того, компания владеет пакетами акций ряда компаний, которые являются ее поставщиками и торговыми агентами, и с которыми ведется тесное производственное и технологическое взаимодействие. Их можно условно объединить в три группы: двигателестроение, приборостроения и экспортных продаж. Структура группы представлена ниже.

Организационная структура



Источник: данные компании

Далее мы рассмотрим ключевые элементы группы, а именно: производственные активы, двигателестроительный дивизион, НИОКР и экспортные продажи.

Производственные активы

РСК МиГ обладает одними из крупнейших производственных мощностей среди всех российских самолетостроительных компаний на сегодняшний день. Общая мощность производственных подразделений корпорации с численностью производственного персонала около 14,5 тыс. человек, позволяет ежегодно выпускать несколько десятков истребителей. В состав производственного центра им. П.А. Воронина входят три завода в Москве, Луховицах и Калязине. Специфика предприятия накладывает ограничения на степень раскрытия информации по производственным мощностям РСК МиГ, в частности, информация по объемам капитальных вложений в разбивке по заводам, их мощностям является объектом государственной тайны и не раскрывается.

Производственный комплекс №1, г. Луховицы (ЛАПИК, ПК№1) является самым крупным в России сборочным цехом. До недавнего времени в Луховицах осуществлялась сборка крупных агрегатов для МиГ-23/27 и МиГ-29, которые затем перевозились на производственный комплекс в Москве, где проходила окончательная сборка самолета. Далее самолет для прохождения испытаний в лётно-испытательном центре вновь частично разбирался и транспортировался обратно в ЛАПИК, что являлось дополнительными расходами для компании. В соответствии с существующим планом развития и реструктуризации на Луховицком производственном комплексе будет осуществляться конечная сборка всех истребителей. Для этого на ЛАПИК проводится модернизация оборудования, и создаются новые производственные участки, в частности, введен в действие цех окончательной сборки МиГ-29К. Так же на мощностях Луховицкого производственного комплекса планируется организация переоборудования пассажирских самолетов А-320 в грузовой вариант (после подписания договора между Иркут и EADS). На сегодняшний день степень загрузки составляет порядка 30% и будет увеличиваться по мере завершения реорганизации и модернизации производства, которое ожидается к концу 2007г.

Производственный комплекс №2, г. Москва (ПК№2) до недавнего времени являлся основным производственным комплексом РСК МиГ, на котором осуществлялась окончательная сборка самолетов. Производственный комплекс позволяет осуществлять весь технологический цикл производства МиГ-29 – от деталей до сборки готовых истребителей. Тем не менее, в рамках реструктуризации и реорганизации бизнес-процессов осуществляется сокращение производственных площадей с переводом сборки готового самолета на ЛАПИК и модернизация устаревшего производственного оборудования. На мощностях ПК№2 будет проводиться частичная сборка некоторых деталей истребителя, механообработка, штамповка деталей, оснастка. При этом большинство мелких цехов будет выведено или переоборудовано в единый цех – поточную линию, для чего осуществляется покупка нового оборудования. Степень износа оборудования составляет порядка 80%.

В итоге можно ожидать, что освобождающиеся площади компания может либо сдавать в аренду (дополнительный источник дохода), либо использовать для расширения производства в случае необходимости. На сегодняшний день на мощностях ПК№2 компания осуществляет наладку серийного производства МиГ-29К/КУБ в рамках контракта с Индией и осуществляет производство МиГ-29СМТ для Алжира, в результате чего, по данным компании, производственные мощности используются на 100%. В некоторых случаях компания ввела дополнительные смены в условиях перегрузки некоторых производственных линий.

Калязинский машиностроительный завод (КМЗ) был основан в 1967г. в качестве подразделения бывшего завода Знамя Труда. Первоначально на его мощностях производились комплектующие для сервисного обслуживания снятых с серийного производства военных самолетов, но использовавшихся ВВС различных стран. В результате проведенной модернизации в 1973г. были введены новые цеха по производству пилотских кресел и цех высокотемпературной обработки. На сегодняшний день мощности КМЗ загружены на 50-60% в результате снижения спроса на продукцию завода за последние 10-15 лет, а степень износа оборудования составляет порядка 90%.

Двигателестроительный дивизион

Московское машиностроительное предприятие им. В.В. Чернышева (ММП им. Чернышева) является ведущим двигателестроительным предприятием отрасли. Производственный комплекс включает в себя литейное, термическое, сварочное, гальваническое, кузнечно-прессовое, механообрабатывающее, механосборочное, сборочное и испытательное производства, сертифицированные в соответствии со стандартами ISO 9002. Предприятие оснащено современным оборудованием, позволяющим не только осуществлять производство

двигателей, но и пресс-форм, инструментов для их производства. ММП Чернышева является основным поставщиком двигателей для РСК МиГ.

ФГУП Завод им. В.Я. Климона (Климов) также специализируется в области авиадвигателестроения для вертолетной техники. Так, по данным компании, 95% российских вертолетов малой и средней грузоподъемности оснащены двигателями марки Климов. Вертолеты, оснащенные двигателями Климов эксплуатируются в 80 странах Азии, Африки, Америки и Европы. Компания является официальным поставщиком двигателей для ГТК «Россия» (обслуживание Президента России). ФГУП Завод им. Климона был передан в управление РСК МиГ, но фактически является самостоятельной единицей. В рамках вертикально-интегрированной структуры компании Завод им. Климона осуществляет ОКР по двигателям для истребителей МиГ-29.

НИОКР

РСК МиГ обладает собственным опытно-конструкторским бюро, которое проводит НИОКР в области авиационной и военной техники и сосредоточено на мощностях Инженерного центра «ОКБ им. А.И. Микояна» - крупнейшего исследовательского центра наряду с ОКБ им. Сухого. Здесь были разработаны наиболее современные модификации МиГ-29 (СМТ, ОВТ, М/М2, К/КУБ), а также МиГ-АТ.

ОКБ имеет все необходимое оборудование для проведения НИОКР в области газодинамики, аэродинамики малых скоростей, статической и динамической прочности, динамики полетов. В 1980-90-е гг. на ОКБ была разработана цельная система формирования облика перспективных боевых комплексов, включая интеграцию прицельно-навигационных комплексов и разработку высокоэффективных алгоритмов системы управления вооружением, в том числе и при групповом взаимодействии самолетов-истребителей. ОКБ обладает опытом ведения сотрудничества с ведущими федеральными исследовательскими центрами в различных областях авиационной техники: ГосНИИАС (разработка и интеграция авиационных комплексов), ЦИАМ (силовые установки летательных аппаратов), ВИАМ (конструкционные материалы), ЛИИ (летные испытания и методика летных испытаний) и другими специализированными научно-исследовательскими организациями. Это позволяет осуществлять весь комплекс НИОКР при создании новых моделей истребителей и разработки программ модернизации более ранних моделей истребителей.

Компания проводит НИОКР по трем направлениям:

- разработка программ модернизации существующих истребителей МиГ и вооружения,
- создание принципиально новых летательных аппаратов (БПЛА, учебные аппараты)
- доведение продукта до соответствия требованиям заказчика (вооружение, навигационное оборудование, системы наведения и т.д.).

При этом программа НИОКР характеризуется наличием проектов, в которые были инвестированы значительные средства, но не дошедшие до стадии серийного или опытного производства на сегодняшний день (МиГ-АТ проиграл тендер на поставку учебных самолетов для Министерства обороны России ЯК-130, вариант 5-го поколения истребителей на базе МиГ также проиграл тендер варианту АХК Сухой).

Программа НИОКР в 2005г. составила 93 млн. долл. США, большая часть которых была реализована в рамках контракта на поставку МиГ-29К/КУБ для Индии.

Программа НИОКР на 2005-2009гг., млн. долл. США					
	2005	2006П	2007П	2008П	2009П
НИОКР	93,2	16,1	17,0	19,6	50,5

Источник: данные компании

Продажи

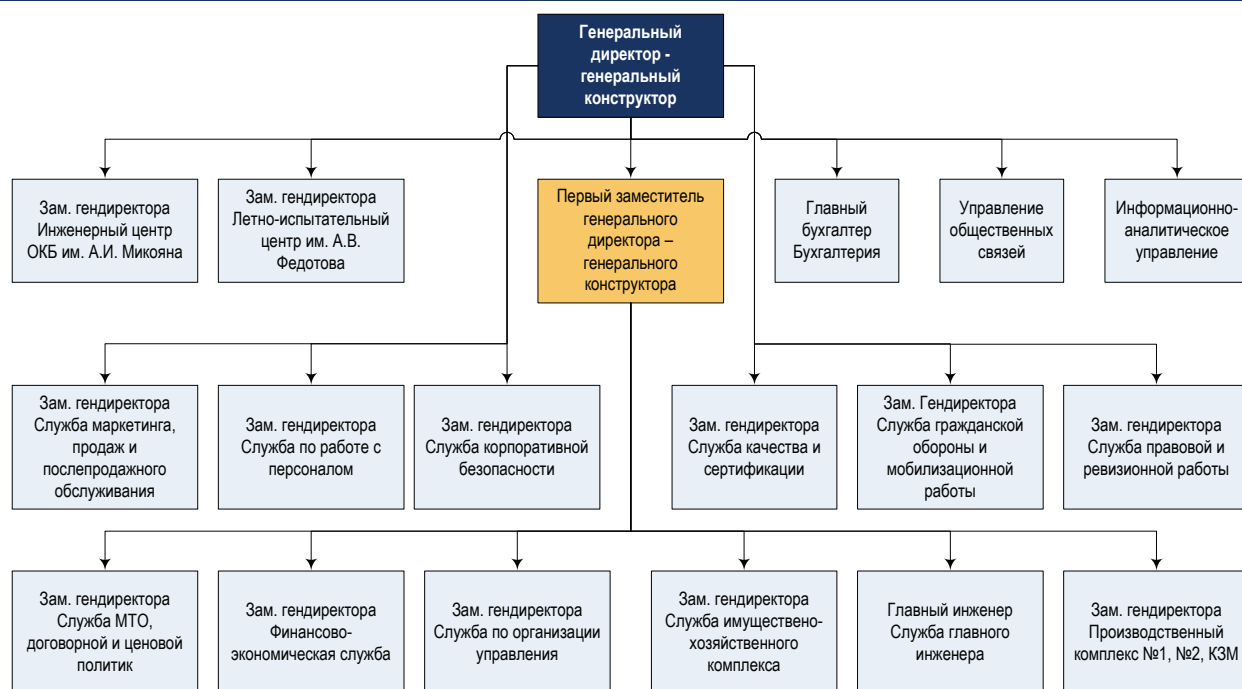
На сегодняшний день основу выручки компании составляют экспортные продажи (90% выручки). Специфика выпускаемой продукции предполагает повышенное внимание развитию системы послепродажного обслуживания. В частности, компания с 2004г. переводит истребители МиГ-29 на эксплуатацию по техническому состоянию, что

подразумевает постоянный контроль за состоянием техники и своевременный ремонт в случае необходимости. Для этого компания проводит совершенствование системы логистики поставок запчастей в рамках послепродажного техобслуживания. В результате компанией был создан ряд совместных предприятий с иностранными компаниями (в Германии, Индии, Малайзии) и представительств за рубежом (Йемен, Египет, ЮАР). Компания планирует создание сервисных центров в других странах для дальнейшего развития системы абонентского обслуживания парка истребителей МиГ, на долю которой будет приходиться до 10-15% в общей выручки компании к 2008г.

Управление и менеджмент

Единоличным исполнительным органом управления РСК является Генеральный директор - генеральный конструктор РСК МиГ, действующий в соответствии с контрактом, заключенным с ним Федеральным агентством по промышленности. Непосредственно Генеральному директору подчиняются ОКБ им. Микояна, летно-испытательный центр, Главный бухгалтер, маркетинговая служба и служба корпоративной безопасности, информационно-аналитическое управление и управление общественных связей, правовая служба и управление персоналом. Также непосредственно ему подчиняется Первый заместитель Генерального директора, в компетенцию которого входят управление финансово-экономическими службами, организация управления в компании, ведение имущественно-хозяйственного комплекса, служба главного инженера и управление производственными комплексами. Таким образом, система управления компанией характеризуется наличием двух ключевых должностей, которые осуществляют полный контроль над деятельностью компании и вертикальной системой управления, типичной для ФГУП.

Управленческая структура компании



Источник: данные компании

Менеджмент

В конце 2004г. в компанию пришел новый менеджмент во главе с Федоровым А.И. Должность Первого заместителя Генерального директора – Генерального Конструктора с конца 2004г. занимает Цивилёв С. В., перешедший с НПК Иркут вместе с Федоровым. Интересно, что именно Федоров был рекомендован Фрадковым возглавить ОАК, что подчеркивает большую роль МиГ в будущей объединенной компании и позволяет надеяться на успешную интеграцию МиГ в ОАК.

Федоров Алексей Иннокентьевич окончил Иркутский политехнический институт по специальности инженер-механик по самолетостроению, закончил обучение в бизнес-школе Университета штата Оклахома (США). Имеет

значительный опыт работы в отрасли авиастроения. С 1989г. по 1997г. Федоров занимал должности Главного инженера и Генерального директора ОАО ИАПО (впоследствии, НПК Иркут), с 1997г. по 1998г. – Генеральный директор ФГУП Сухой, с 1998г. по 2004г. – Президент НПК Иркут.

Цивилёв Сергей Владимирович окончил Иркутский политехнический институт, Институт современного бизнеса Академии международного бизнеса (Москва), бизнес школу университета Западного Онтарио (Канада). В 2002 - 2004 г.г. занимал должность Старшего Вице-президента по корпоративным финансам и информационным системам управления ОАО НПК Иркут.

Поставщики

В структуре поставщиков компании порядка 70% занимают внутригрупповые поставки. Так, на долю ОАО «Московское машиностроительное предприятие имени В.В. Чернышева» (ММП им. Чернышева) по итогам 2005г. приходится около 40% всех поставок, в основном за счет авиационных двигателей и их гарантийного обслуживания. Другим крупным поставщиком компании является ОАО «Нижегородский авиационный завод Сокол» (около 30%), который поставляет компоненты для производства учебно-боевого истребителя МиГ-29УБ и оказывает услуги по модернизации МиГ-21Бис. Также на Соколе производится истребитель МиГ-31 и проводятся ОКР по его модернизации для РСК МиГ. Таким образом, НАЗ Сокол связан с РСК МиГ в рамках производственной кооперации, которая будет в дальнейшем укрепляться в соответствии с планами компании, и совместного управления (Генеральный директор РСК МиГ является Председателем Совета директоров Сокола).

Другим важным поставщиком является Фазатрон (15%), который поставляет бортовые радиолокационные системы (БРЛС) для МиГ-27, МиГ-31, а также модернизированный вариант с активной фазированной решеткой (АФАР) для истребителей семейства МиГ-29, которая на сегодняшний день является одним из основных компонентов истребителей поколения «4+» и «4++».

На долю ОАО «Раменское приборостроительное конструкторское бюро» приходится около 14% всех поставок на РСК МиГ, которое осуществляет ОКР по бортовым авиационным приборам и система для компании. При этом, МиГ является его основным заказчиком.

Таким образом, в части определенных компонентов и услуг РСК МиГ в значительной степени зависит от своих поставщиков, что может представлять риск для компании. Тем не менее, РСК МиГ является основным покупателем для своих поставщиков, что нивелирует этот риск. Кроме того, РСК выступает поручителем по обязательствам основных поставщиков, что особенно важно, например, для «Фазотрона», который испытывает в настоящее время проблемы с денежными потоками.

Структура поставщиков в 2005г.			
	Доля в поставках	Поставляемые работы и услуги	Отношения с РСК МИГ
ОАО «Московское машиностроительное предприятие имени В.В. Чернышева»	40%	Изготовление, ремонт, поставка и гарантийное обслуживание авиационных двигателей	<u>Дочернее предприятие.</u> РСК МИГ принадлежит 50% +1 акция
ОАО «Нижегородский авиационный завод «Сокол»	30%	Производство учебно-боевого истребителя МиГ-29УБ Услуги по модернизации истребителя МиГ-21БИС. Производство МиГ-31	<u>Единый менеджмент.</u> Ген. Директор РСК - Председатель совета директоров ОАО «Сокол». ОАО «Сокол» выходит на внешние рынки только через РСК, так как не имеет лицензии
ОАО «Корпорация Фазатрон»	15%	Радиолокационное оборудование	<u>Независимый поставщик.</u> РСК – основной покупатель, а также поручитель по векселям
ОАО «Раменское приборостроительное конструкторское бюро»	14%	Разработка бортовых авиационных приборов и систем.	<u>Независимый поставщик.</u> РСК – основной покупатель, а также поручитель по векселям
Итого	99%		

Источник: данные компании

Условия договоров с поставщиками по срокам и порядку оплаты, как правило, определяются условиями экспортного контракта, под который они заключаются.

Покупатели

Основными покупателями продукции РСК МиГ являются министерства обороны стран Азии, Африки, Юго-Восточной Азии. На сегодняшний день, общий портфель заказов компании составляет 2 252 млн. долл. США, из которых 55% приходится на Алжир. Другим крупным покупателем является Индия, на которую приходится 21% портфеля заказов. Такая высокая концентрация портфеля повышает зависимость выручки компании от платежеспособности этих двух стран, что является риском для компании. При этом Алжир представляет собой новый рынок для компании (в отличие от Индии, с которой компания сотрудничает более 5 лет). В результате нельзя исключить риск возникновения просроченной дебиторской задолженности, принимая во внимание следующие факторы:

- списание суверенного долга Алжира перед Россией;
- нестабильность политической обстановки в регионе;
- отсутствие суверенного рейтинга Алжира от ведущих рейтинговых агентств (Fitch, Moody's, S&P).

Типичный контракт на поставку самолетов предполагает аванс в размере 30%. Еще 50% оплаты поступает в течение месяца после поставки самолетов, а окончательный расчет (последние 20%) происходит в течение месяца после подписания акта приемки заказчиком. Все необходимые для выполнения заказа договоры с поставщиками и подрядчиками заключаются сразу после подписания экспортного контракта. Схемы оплаты, как правило, совпадают: РСК МиГ переводит поставщикам авансы, а окончательные расчеты производит после получения денег от иностранного заказчика. Учитывая, что по некоторым контрактам производственный цикл длится до 1,5 лет, компания испытывает значительные колебания в оборотном капитале, которые вынуждена финансировать за счет заемного финансирования, либо за счет диверсификации портфеля заказа и его более равномерном разнесении во времени. Таким образом, наличие такого крупного контракта по Алжиру требует значительного объема запасов и, как ожидается, приведет к значительному росту задолженности (финансового долга и кредиторской задолженности) в 2006г.

Сформированный портфель заказов по состоянию на май 2006 г. (млн. долл. США)

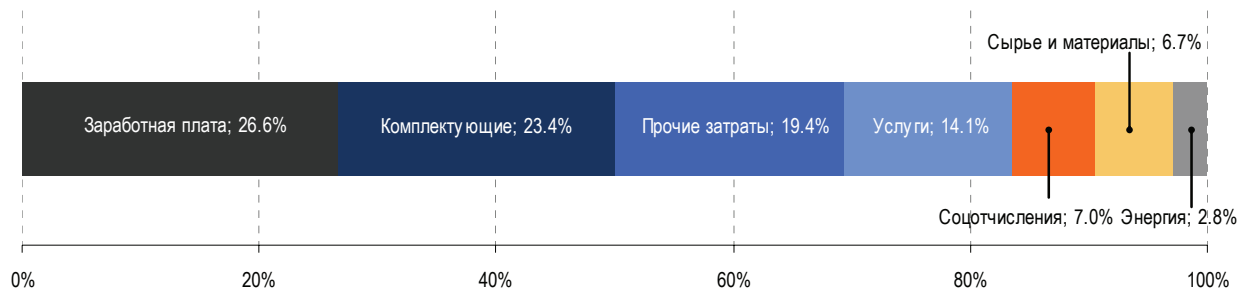
Алжир – МиГ 29СМТ	1 236,6
Индия – МиГ 29 К/КУБ	472,3
Йемен – модернизация	139,1
Йемен – поставка	38,5
Йемен – ремонт	5,4
Эритрея – поставка и модернизация МиГ-29	3,4
Судан – поставка МиГ-29	37,8
Болгария – услуги продления полетной годности	1,7
Сирия – ремонт МиГ-23	4,0
Мьянма – поставка МиГ-29	17,9
Сирия – поставка МиГ-29	8,0
Судан – поставка вооружения	1,9
Судан – поставка вооружения	15,5
Словакия – поставка МиГ29	20,0
Венгрия – поставка МиГ29	6,3
Индия – услуги	6,4
Индия – услуги	1,9
Бангладеш – поставка	34,6
Словакия – поставка	43,5
Болгария – услуги	49,0
Индия – поставка вооружения	93,0
Судан – услуги	1,9
Ливия – ремонт МиГ-29	13,5
Итого	2 252,2

Источник: данные компании

Структура затрат

Самой крупной статьёй затрат компании в 2005г. были расходы на оплату труда. Это отчасти объясняется значительными выплатами выходных пособий на РСК МиГ в результате сокращения персонала. Кроме того, почти четверть затрат составляют комплектующие. Поэтому компания может быть наиболее уязвима к повышению цен на авиамоторы со стороны ММП им. Чернышева и росту фонда оплаты труда.

Структура затрат, 2005г.



Источник: данные компании

Прошедшие в 2004-2005 гг. сокращения персонала позволили сократить издержки на заработную плату, однако нехватка квалифицированных рабочих, характерная для отрасли в целом, возможно, потребует от компании повышения зарплат в будущем.

Стратегия

После прихода нового менеджмента во главе с А.И. Федоровым, компанией разрабатывается стратегия развития на ближайший период. Главная цель этой стратегии - создание, производство, продажа и послепродажное обслуживание конкурентоспособной авиационной техники военного назначения. Разработка стратегии ведется в соответствии с тенденциями на глобальном рынке истребителей, а также с учетом предстоящей интеграции российской авиационной промышленности (в рамках создания ОАК), в соответствии с которыми компания фокусирует свои усилия на военных программах: модернизация МиГ-29, создание нового унифицированного семейства истребителей «4++» поколения МиГ-29К/КУБ (МиГ-33) и МиГ-29М/М2 (МиГ-35).

Стратегическая концепция развития компании основана на широкомасштабной диверсификации производства, усилении позиций на рынке авиационной техники и услуг в её эксплуатации. Основными направлениями стратегии является:

- Создание конкурентоспособной продукции - усовершенствованных моделей на базе МиГ-29 и новых разработок.
- Создание и совершенствование системы послепродажного обслуживания, в том числе бесперебойное снабжение клиентов запчастями, услуги по техобслуживанию и модернизации существующих машин.
- Активное продвижение продукции и услуг на рынках:
 - за рубежом – расширение и активизация работы сети представительств, а также сотрудничества с Рособоронэкспорт.
 - внутри России - лоббирование интересов на уровне Военно-промышленной комиссии и Минобороны РФ.
- Повышение эффективности путем внедрения MIS, контроля издержек, оптимизации бизнес-процессов, модернизация производства.

Финансовый анализ

Общие положения

- Анализ выполнен на основе отчетности РСК МиГ (РСБУ), которая представляет основную часть продаж и активов группы. По данным компании, трансфертное ценообразование минимально. Таким образом, при совершении операций с другими структурами группы нет значительного оттока денежных средств, которые могли бы существенно повлиять на способность компании отвечать по обязательствам.
- Компания не проводила переоценки основных средств с 1992г., поэтому показатель чистых активов, а также рассчитываемые на его основе коэффициенты не отражают реальной картины.
- При анализе был применен консервативный подход: задолженность была увеличена на сумму забалансовых обязательства (74 млн. долл. США в 2004 г и 121 млн. долл. США в 2005 г.), которые в основном представляют собой поручительства по долгам поставщиков и подрядчиков. С учетом корректировок на забалансовые активы и обязательства чистые активы были уменьшены в общей сложности на 61 и 86 млн. долл. США в 2004 и 2005гг. соответственно.
- Данные на 1 кв. 2005 и 2006 гг. не показательны, поскольку выручка неравномерно распределена в течение года без выраженной сезонности,⁹ и приведены в таблице для информации. Более показательным, на наш взгляд, является сравнение годовых финансовых результатов (также в таблице).

Основные финансовые показатели, млн. долл. США

	2003	2004	2004/2003	2005	2005/2004	1 кв.05	1 кв. 06	1 кв 06/05
Отчет о прибылях и убытках								
Выручка	104,7	158,4	51%	245,8	55%	102,6	35,0	(66%)
Валовая прибыль	47,8	58,2	22%	78,4	35%	32,6	10,0	(69%)
Операционная прибыль	25,5	32,7	28%	37,4	14%	н.д.	н.д.	н.д.
Прибыль до налогообложения	(8,7)	(15,4)	(78%)	(2,2)	---	5,4	(0,8)	---
Чистая прибыль	(9,1)	(18,9)	(107%)	4,5	---	3,8	(0,2)	---
Баланс								
Чистые активы	(155,5)	(99,6)	(36%)	(140,1)	41%	(79,2)	(103,5)	(31%)
Финансовый долг	371,1	412,3	11%	733,6	78%	447,7	795,1	78%
Основные средства	84,2	80,6	(4%)	88,6	10%	81,4	92,4	14%
Итого активов	665,7	1107,0	66%	1246,3	13%	1100,3	1376,8	25%
Отчет о движении денежных средств								
Изменение оборотного капитала	(19,9)	(9,2)	---	(302,3)	(3186%)	н.д.	н.д.	н.д.
Поток денежных средств от операций	10,1	37,3	269%	(264,2)	---	н.д.	н.д.	н.д.
Капвложения	3,3	(60,2)	---	32,8	---	н.д.	н.д.	н.д.
Свободный поток денежных средств	(2,2)	(13,6)	(518%)	(244,7)	(1699%)	н.д.	н.д.	н.д.
Коэффициенты								
Валовая рентабельность	46%	37%	(20%)	32%	(13%)	32%	29%	(10%)
Рентабельность операционной прибыли	24,4%	20,6%	(15%)	15,2%	(26%)	н.д.	н.д.	н.д.
Чистая рентабельность	(8,7%)	(11,9%)	(37%)	1,8%	---	3,7%	(0,6%)	---
Финансовый долг / операционная прибыль	14,6	12,6	(15%)	19,6	56%	н.д.	н.д.	н.д.
Операционная прибыль/процентные расходы	0,73	0,67	(7%)	0,92	36%	н.д.	н.д.	н.д.
Долг/чистые активы	(2,4)	(4,1)	(74%)	(5,2)	(27%)	(5,7)	(7,7)	(36%)

Источник: данные компании, оценка МДМ банка

Примечание: «--» означает, что сравнение данных некорректно, например, в связи с изменением знака абсолютных значений в сравниваемые периоды.

Выручка

⁹ Основные отгрузки 2006г. запланированы на конец года, поэтому объем выручки в первом квартале был незначительным. В 2005г. напротив 42% отгрузок было произведено в начале года

Годовой рост выручки в 2003-2005 гг. превышал 50%, что было связано с заключением новых контрактов, в частности с Йеменом и Индией.

География портфеля заказов РСК МиГ в период 2000-2005 гг.

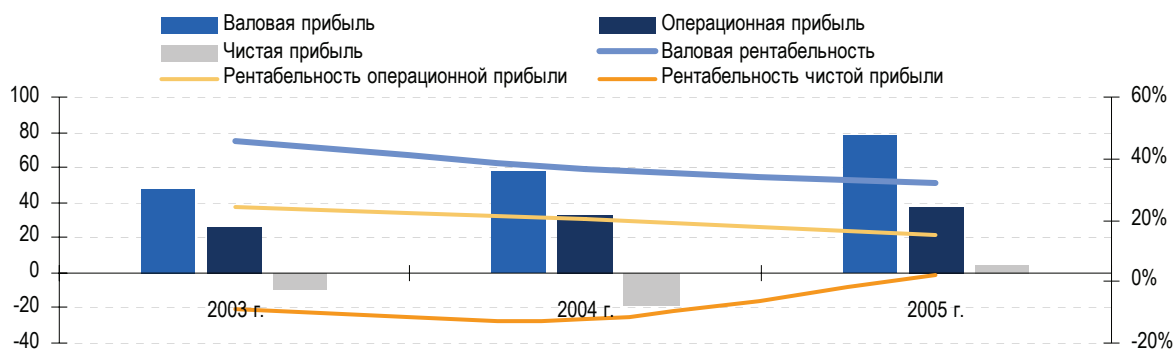


Источник: данные компании

Постоянный рост и географическая диверсификация портфеля за счет более платежеспособных и политически стабильных стран, например - Восточной Европы, позволяет снизить риск возникновения «плохих» долгов.

Валовая прибыль

Прибыль и рентабельность, млн. долл. США. %



Источник: отчетность компании

В 2003-2005 гг. валовая прибыль выросла в 1,6 раз с 47,8 до 78,4 млн. долл. США, медленнее роста выручки за тот же период (2,3х). Валовая рентабельность понизилась с 46% до 32% процентов, на что в первую очередь повлияло укрепление рубля к доллару США и рост рублевых цен на ПКИ. Практически вся выручка Компании номинирована в валюте, причем контракты не предусматривают пересмотр цен при изменении курса. В тоже время часть издержек (заработная плата, энергия, аренда) Компании определена в рублях. Контракты с поставщиками и подрядчиками привязаны к доллару, однако укреплению рубля (с 31,78 руб./долл.США на начало 2003г. до 28,78 руб./долл. США на конец 2005г.) и инфляция заставляет поставщиков поднимать цены. Кроме того на снижение валовой рентабельности повлияла передача части операций с высокой добавленной стоимостью подрядчикам, в частности на завод «Сокол», располагающий более современным оборудованием.

Операционная прибыль

За последние два года операционная прибыль увеличилась в 1,5 раза с 25,5 до 37,4 млн. долл. США, при этом в 2005г. рост составил всего 14%. Это было связано с повышением операционных расходов в связи с реорганизацией, в частности, выплаты большого количества компенсаций при увольнении и досрочном выходе на пенсию в рамках программы оптимизации издержек.

Чистая прибыль

Хотя операционная прибыль компании была положительна на протяжении анализируемого периода (и превышала 30 млн. долл. США в 2004 и 2005 гг.) высокие процентные расходы приводили компанию к убыткам на уровне прибыли до налогообложения.

По итогам 2005 г. компания впервые за три года показала чистую прибыль (4,5 млн. долл. США), в основном благодаря учету отложенных налоговых активов в размере 6,6 млн. долл. США, накопленных в предыдущие годы в связи с убытками.

Чистые активы

Чистые активы компании были отрицательными в течение последних лет из-за отсутствия переоценки активов, а также суммы накопленных убытков - порядка 141 млн. долл. США в 2005г.¹⁰

Оборотный капитал

В течение 2003-2004гг. показатель запасов, дебиторской и кредиторской задолженности были аномально высоки. Так, например в 2004г. запасы превышали выручку текущего года более чем в три раза, а выручку следующего года, под которую создавались - в 2,4 раза. По мере роста заказов, а следовательно и загрузки мощностей, соотношение элементов оборотного капитала и выручки снижается. Так на конец 2005г. ни запасы, ни дебиторская и кредиторская задолженность не превышали ожидаемую выручку 2006г.

Суммарная потребность в оборотном капитале волатильна, поскольку соотношение между дебиторской, кредиторской задолженностью и запасами определяется стадией завершенности по основным контрактам на отчетную дату. Можно ожидать, что при дальнейшем увеличении количества заказов загрузка мощностей и движение средств будет более равномерным.

Оборотный капитал, млн. долл. США	2003 г.	2004 г.	2005 г.
Выручка	104,7	158,4	245,8
Запасы	199,4	342,1	379,0
-% от выручки последующего года	126%	139%	53%
Дебиторская задолженность	342,5	531,5	642,9
-% от выручки последующего года	216%	216%	89%
Кредиторская задолженность	446,7	762,7	616,0
-% от выручки последующего года	282%	310%	86%

Источник: данные отчетности, оценка компании
* оценочная выручка в 2006г. составит 719,5 млн. долл. США

Кредиторская задолженность является важным источником финансирования и по величине сопоставима с финансовым долгом (616 и 734 млн. долл. США соответственно). Как и все статьи оборотного капитала компании, кредиторская задолженность подвержена значительным колебаниям. Резкое снижение кредиторской задолженности почти на 20% с 762,7 млн. долл. США в 2004г. до 616,0 млн. долл. США в 2005г. большей частью объясняется списанием по итогам года задолженности перед Минфином РФ в сумме 2 390 350 тыс. руб. (около 83 млн. долл. США).

Долг

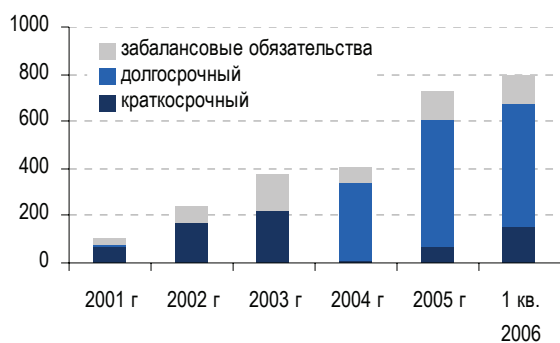
Компания имеет очень большую долговую нагрузку: с 2003г. по 2005г. долговые обязательства выросли в два раза и составили 733,6 млн. долл. США. (Почти в три раза больше выручки 2005г.) При этом соотношение Долг/Операционная прибыль увеличилось с 14,0 до 19,6. Это объясняется растущими потребностями в оборотных

¹⁰ Без учета забалансовых статей.

средствах в связи с ростом портфеля заказов, (например, аккумулярованием запасов под отгрузку в следующем отчетном периоде).

В составе финансового долга до 2004г. преобладали краткосрочные кредиты. Переход на долгосрочное финансирование сделало структуру активов и обязательств более сбалансированной по срокам.

Структура долга



Источник: отчетность компании

Наибольшую долю финансового долга занимаю валютные кредиты коммерческих банков – 79% по состоянию на конец мая 2006г., кредиты в рублях составляют 11% портфеля. Рублевые и валютные векселя занимают незначительную долю – 5% и 3% соответственно, а непогашенная часть облигационного займа 2% финансового долга. Помимо кредитов, векселей и облигаций мы консервативно включили в общую сумму долга также забалансовые обязательства, связанные с поручительствами по заимствованиям поставщиков и подрядчиков, что является косвенным способом финансирования оборотного капитала РСК МиГ.

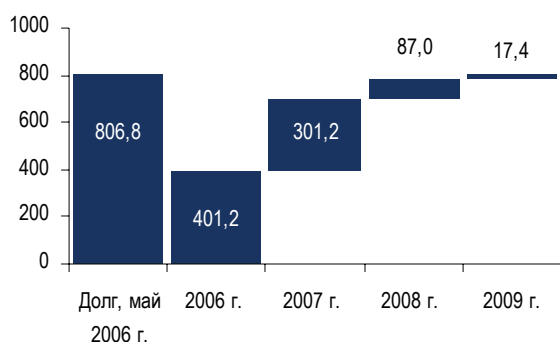
Все кредиты банков обеспечены валютной выручкой по экспортным контрактам. Несмотря на большой долг, по состоянию на начало июня 2006г. у компании есть порядка 250 млн. долл. США невыбранных лимитов, что уменьшает риск неликвидности (например, в случае непредвиденной задержки авансового платежа от заказчика).

Кредитный портфель (на 23 мая 2006 г.)

Кредитор	Остаток, тыс. руб.	Эквивалент, тыс. долл. США*	Срок погашения	Ставка
Кредиты в рублях				В среднем 9,7%
Сбербанк РФ	1 851 700	68 337	30.03.2007	
Сбербанк РФ	426 849	15 753	06.12.2006	
Нацинвестпромбанк	200 000	7 381	10.05.2006	
Векселя в рублях	988 560	36 483	До года	В среднем 8,7%
Облигационный заем (МИГ-ФИНАНС)	470 865	17 377	03.06.2009	10,5%
Кредиты в долларах США				В среднем 9,7%
Газпромбанк		4 000	15.07.2006	
Газпромбанк		6 500	15.10.2006	
Газпромбанк		6 500	15.01.2007	
Сбербанк РФ		65 267	29.03.2007	
Сбербанк РФ		59 896	20.12.2006	
Сбербанк РФ		238 437	30.03.2009	
Сбербанк РФ		30 000	30.03.2009	
Сбербанк РФ		12 178	30.03.2009	
Сбербанк РФ		5 459	30.03.2009	
Сбербанк РФ		2 765	30.03.2009	
Сбербанк РФ		99 407	12.12.2007	
Сбербанк РФ		25 654	20.12.2006	
Альфа-Банк		18 000	10.08.2006	
Альфа-Банк		7 000	10.05.2007	
Альфа-Банк		12 000	11.11.2006	
Альфа-Банк		15 000	16.02.2007	
РОСБАНК		30 000	05.07.2006	
Векселя в долл. США		23 426	До года	В среднем 8,8%
ИТОГО		806 820		

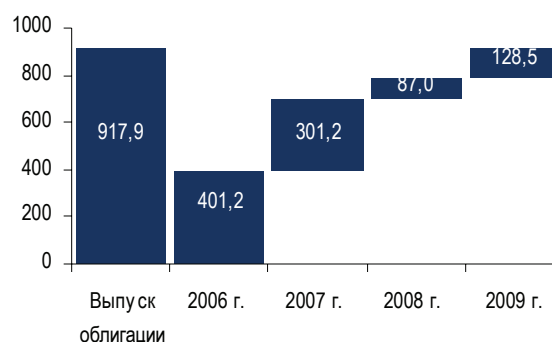
Примечание: Официальный курс ЦБ на 23 мая 2006 г. 27.0965 руб. за долл. США
Источник: данные компании

График погашения на 23 мая 2006 г.



Источник: данные компании

График погашения после выпуска облигаций



Источник: данные компании

Размещение облигационного займа позволит удлинить сроки возмещения и снизить потребность в овердрафте на увеличение оборотного капитала. Компания также планирует направить часть привлеченных средств на капитальные вложения в переоборудование производства.

Анализ сравнимых компаний

Доступные для анализа данные – неконсолидированная отчетность РСК МиГ по РСБУ – ограничивают возможности для сравнения с иностранными конкурентами. Сравнение возможно только с Корпорацией Иркут – единственной компанией сектора, публикующей отчетность по российским стандартам. Основные отличия учетной политики РСК МиГ от МСФО для предприятий с длительным циклом производства:

- выручка признается по приемке покупателем готовой продукции, а не по этапам (percent of completion), несмотря на длинный производственный цикл.
- запасы под каждый новый контракт начинают формироваться сразу после подписания: заключаются все договоры с поставщиками и подрядчиками. Поскольку срок контракта может достигать до пяти лет, такой подход приводит к длительному обороту запасов, дебиторской и кредиторской задолженности, а также к большой амплитуде изменения объемов запасов в зависимости от срока поставки по контрактам в отличие от процента готовности.

Сравнение с показателями НПК Иркут за 2005г., рассчитанными на основе отчетности РСБУ, также имеют ограничения, поскольку, используя сходные подходы к учету, и та и другая компания подвержена большой волатильности показателей оборотного капитала.

Иркут опережает МиГ по показателям как валовой, так и операционной рентабельности (на 29% и 31% соответственно). Тем не менее, по РСБУ (в отличие от МСФО) Иркут в 2005г. показал убытки, а РСК – чистую прибыль¹¹. Долговая нагрузка МиГ значительно выше, чем у НПК Иркут: показатель Финансовый долг/Операционная прибыль МиГ в 1,3 раза превышает показатель Иркут, однако обслуживание долга обходится дешевле и показатель Операционная прибыль/Проценты у МиГ выше в полтора раза. (Государство частично компенсирует РСК МиГ проценты по кредитам).

Большой портфель заказов и как следствие большая загрузка мощностей НПК Иркут повышает оборачиваемость капитала. Потребность в оборотных средствах (в днях) у РСК на 43% выше.

¹¹ за счет учета налоговых активов

РСК МИГ vs Иркут

	РСК –МИГ, 2005г. РСБУ	Иркут, 2005г. РСБУ	Разница
Валовая рентабельность	31,9%	45%	(29%)
Рентабельность продаж	7,3%	10%	(31%)
Рентабельность чистой прибыли	2%	(9%)	н.д.
Финансовый долг / операционная прибыль	19,6	8,4	134%
Операционная прибыль/ проценты	0,9	0,6	56%
Финансовый долг (включая поручительства), млн. долл. США	731,6	628,7	16%
Финансовый долг (под проценты), млн. долл. США	665,0	602,2	10%
Оборотный капитал в днях	448	314	43%

Источник: отчетность компании, отчетность НПК Иркут по РСБУ

Финансовая модель

Макроэкономические предположения

Предположения по инфляции, обменному курсу рубль/доллар США и номинальному повышению зарплат представлены в таблице ниже:

Макроэкономические показатели	2006 П	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П
Курс рубль/доллар США (на конец периода)	27,35	27,06	27,16	27,54	27,66	27,77
Курс рубль/доллар США (средний)	28,07	27,21	27,11	27,35	27,60	27,71
Инфляция (рубль)	10%	9%	7%	6%		
Инфляция (доллар США)	4%	3%	3%	3%		
Номинальное повышение зарплат	9%	9%	8%	8%		

Источник: оценка МДМ банка

Выручка

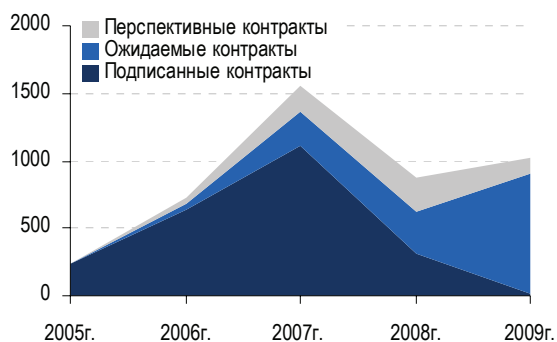
В прогнозный период выручка компании будет складываться из выручки по подписанным контрактам и выручки по контрактам, которые компания предполагает заключить в ближайшие годы. При этом последние делятся на ожидаемые, (переговоры по которым находятся в завершающей стадии) и перспективные контракты, (работа по которым находится на более ранних стадиях).

Предположения по выручке основаны на данных компании, достаточно консервативно скорректированных на следующие коэффициенты вероятности:

Коэффициенты вероятности по типам контрактов	
Подписанные контракты	100%
Ожидаемые контракты	80%
Перспективные контракты	50%

Источник: данные компании, оценка МДМ банка

Выручка, млн. долл. США



Источник: данные компании, оценка МДМ банка

В модели учтена только выручка по экспортным контрактам. Мы консервативно не предполагаем выручку от гособоронзаказа.

Себестоимость

Себестоимость по отдельным контрактам не раскрывается компанией, однако известна ожидаемая валовая рентабельность по видам работ. Для модели были взяты показатели, определенные на основе подписанных контрактов. Показатели находятся в пределах фактических за прошлые годы.

Валовая рентабельность

Поставка самолетов	35%
Модернизация и услуги	25%
Комиссионные	100%

Источник: данные компании, оценка МДМ банка

Операционные расходы

- Доля коммерческих расходов предполагается неизменной (4,9%) от выручки компании в соответствии с историческими данными;
- Управленческие расходы растут пропорционально увеличению зарплат (см. макроэкономические предположения);

- Данные по расходам на НИОКР в рамках контрактов предоставлены компанией;
- Прочие операционные расходы в реальном выражении остаются неизменными и корректируются только на инфляцию (см. макроэкономические предположения).

Капитальные вложения и НИОКР (поисковый)

В связи с планами модернизации производства капиталовложения предполагаются на уровне 10 млн. долл. США в год.

Затраты на поисковый НИОКР (капитализируемые расходы на разработку новых технических решений, не относящиеся к конкретным контрактам) не превысят 1 млн. долл. США в год.

Оборотный капитал

Потребность в оборотном капитале в днях предполагается на уровне 2005г. Исключение составляет оборот кредиторской задолженности в 2006г, когда ожидаются поступления по крупному Алжирскому контракту, в рамках которого, компания рассчитывает на более благоприятные условия авансирования. Мы консервативно предполагаем, что с 2007г. кредиторская задолженность в днях вернется к уровню 2005г.

Для учета длинного производственного цикла, в расчетах используется выручка/себестоимость следующего за отчетным года.

Оборотный капитал	2005	2006П	2007П	2008П	2009П
Дебиторы (в днях)	322	322	322	322	322
Кредиторы (в днях)	474	560	474	474	474
Запасы (в днях)	292	292	292	292	292
Оборотный капитал (в днях)	139	53	139	139	139

Источник: данные компании, оценка МДМ банка

Финансовые результаты базового сценария

Составленные на основе данных предположений прогнозные отчет о прибылях и убытках, баланс и отчет о движении денежных средств представлены ниже:

Отчет о прибылях и убытках (млн. долл. США)	2004	2005	2006П	2007П	2008П	2009П
Выручка	158,4	245,8	719,5	1 553,2	877,7	1 022,9
Себестоимость	(100,3)	(167,5)	(467,6)	(991,4)	(549,4)	(693,4)
Валовая прибыль (без учета амортизации)	58,2	78,4	251,9	561,8	328,3	329,5
<i>Валовая рентабельность</i>	36,7%	31,9%	35,0%	36,2%	37,4%	32,2%
Расходы на НИОКР	-	-	(16,1)	(17,0)	(19,6)	(50,5)
Коммерческие расходы	(7,2)	(12,1)	(35,3)	(76,1)	(43,0)	(50,1)
Управленческие расходы	(40,5)	(48,4)	(50,0)	(56,1)	(60,7)	(64,8)
Прочие операционные расходы	22,2	19,6	(5,1)	(5,2)	(5,1)	(5,0)
Итого операционные издержки	(25,5)	(40,9)	(106,5)	(154,4)	(128,5)	(170,5)
Операционная прибыль	32,7	37,4	145,4	407,4	199,8	159,0
<i>Операционная рентабельность</i>	20,6%	15,2%	20,2%	26,2%	22,8%	15,5%
Амортизация	2,1	2,4	3,0	3,6	4,0	4,5
ЕБИТДА	34,8	39,8	148,4	411,0	203,9	163,4
<i>ЕБИТДА рентабельность</i>	22,0%	16,2%	20,6%	26,5%	23,2%	16,0%
Процентные расходы	(48,5)	(40,7)	(68,2)	(54,8)	(31,4)	(24,3)
Доходы от участия в других организациях	0,4	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1
Курсовые разницы	-	-	23,8	3,0	(0,5)	(1,6)
Прибыль до налога	(15,4)	(2,2)	102,0	356,7	169,0	134,1
Налог на прибыль	(3,5)	6,7	(27,1)	(85,6)	(40,6)	(32,2)
Чистая прибыль	(18,9)	4,5	74,9	271,1	128,5	101,9
<i>Чистая рентабельность</i>	-11,9%	1,8%	10,4%	17,5%	14,6%	10,0%

Источник: отчетность компании, оценка МДМ банка

Баланс (млн. долл. США)

	2004	2005	2006П	2007П	2008П	2009П
Денежные средства и краткосрочные вложения	54,4	58,7	0,6	0,6	0,6	0,6
Дебиторская задолженность	531,5	642,9	1 380,5	785,8	920,4	916,0
Запасы	342,1	379,0	799,2	446,1	565,9	563,2
Внеоборотные активы	178,9	165,7	155,0	164,2	170,5	174,7
Итого активы	1 107,0	1 246,3	2 335,4	1 396,6	1 657,4	1 654,5
Овердрафт	10,8	66,7	271,5	151,0	146,8	174,7
Кредиторская задолженность	762,7	616,0	1 533,9	725,0	919,7	915,4
Долгосрочные кредиты и займы	401,4	667,0	600,4	319,3	262,1	138,9
Отложенные налоговые обязательства	31,6	36,7	-	-	-	-
Капитал и нераспределенная прибыль	(99,6)	(140,1)	(70,5)	201,3	328,7	425,5
Итого пассивы	1 107,0	1 246,3	2 335,4	1 396,6	1 657,4	1 654,5

Источник: отчетность компании, оценка МДМ банка

Движение денежных потоков (млн.долл. США)

	2004	2005	2006П	2007П	2008П	2009П
ЕБИТДА	34,8	39,8	148,4	411,0	203,9	163,4
Налог на прибыль уплаченный	11,7	(1,8)	(37,8)	(85,6)	(40,6)	(32,2)
Изменение оборотного капитала	(9,2)	(302,3)	(213,0)	145,2	(61,7)	(5,1)
Операционный денежный поток	37,3	(264,2)	(102,4)	470,5	101,6	126,2
Капитальные вложения	(50,9)	19,5	(11,0)	(11,0)	(11,0)	(11,0)
Чистый денежный поток	(13,6)	(244,8)	(113,4)	459,5	90,6	115,2
Проценты уплаченные	(48,5)	(40,7)	(49,5)	(50,3)	(38,5)	(22,8)
Погашение кредитов и займов	96,7	291,8	102,3	(410,3)	(53,2)	(93,4)
Изменения акционерного капитала	(0,2)	(1,1)	0,0	0,0	0,0	0,0
Инвестиции	0,2	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Доходы от инвестиций	0,4	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1
Денежный поток от финансовой деятельности	48,6	252,3	53,9	(459,5)	(90,6)	(115,2)
Общий денежный поток	35,0	7,6	(59,6)	0,0	0,0	0,0
Остаток денежных средств на конец периода	52,5	58,1	0,0	0,0	0,0	0,0

Источник: отчетность компании, оценка МДМ банка

Кэффициенты

	2004	2005	2006П	2007П	2008П	2009П
Валовая рентабельность	36,7%	31,9%	35,0%	36,2%	37,4%	32,2%
Рентабельность ЕБИТДА	22,0%	16,2%	20,6%	26,5%	23,2%	16,0%
Рентабельность операционной прибыли	20,6%	15,2%	20,2%	26,2%	22,8%	15,5%
Рентабельность чистой прибыли	(11,9%)	1,8%	10,4%	17,5%	14,6%	10,0%
Фин. Долг/ Операционная прибыль	12,6	19,6	6,0	1,2	2,0	2,0
Операционная прибыль/проценты	0,7	0,9	2,1	7,4	6,4	6,5
Финансовый долг / капитал	(4,1)	(5,2)	(12,4)	2,3	1,2	0,7
ROE	19,0%	(3,2%)	(106,3%)	134,7%	39,1%	24,0%
ROA	(1,7%)	0,4%	3,2%	19,4%	7,8%	6,2%
Дебиторская задолженность (дней)	778	322	322	322	322	322
Кредиторская задолженность (дней)	1 454	474	560	474	474	474
Запасы (дней)	735	292	292	292	292	292
Оборотный капитал (дни)	59	139	53	139	139	139
Финансовый долг / Активы	0,4	0,6	0,4	0,3	0,2	0,2
Финансовый долг (млн. долл. США)	412	734	872	470	409	314

Источник: отчетность компании, оценка МДМ банка

- При ожидаемом развитии событий, в прогнозном периоде операционная прибыль будет, по крайней мере, вдвое превышать процентные платежи, а следовательно проблем с обслуживанием долга у компании не ожидается. Пик долговой нагрузки придется на 2006 г., когда финансовый долг превысит операционную прибыль в шесть раз, что соответствует увеличению оборотного капитала под ожидаемый рост выручки. Кроме того, такие показатели будут представлять улучшение в 2-3 раза по сравнению с фактическими показателями за 2004 и 2005 гг. В эти годы отношение Долга/Операционная прибыль было 12,6 и 19,9, а Операционная прибыль/Проценты не доходило до единицы – 0,7 и 0,9 соответственно.
- Итоговая валовая рентабельность компании растет с 31,9% в 2005 г. до 37,4% в 2008г., что предполагает перелом существующей тенденции падения рентабельности в результате реализации планов компании по модернизации производства, а также роста доли комиссионных операций (валовая рентабельность по которым составляет 100%) в выручке. Предположение основано на ожиданиях компании с учетом условий уже заключенных контрактов.
- Рост выручки компании основан на консервативных предположениях относительно вероятности заключения ожидаемых и перспективных контрактов 80% и 50% соответственно, в то время как, по мнению компании, можно ожидать заключения до 95% ожидаемых контрактов. Мы также консервативно не предполагаем наличие государственного заказа.

Анализ чувствительности

Основные факторы, влияющие на способность компании обслуживать долг, на наш взгляд включают:

- укрепление рубля (способность компании компенсировать растущие рублевые цены поставщиков за счет роста цен по экспортным контрактам)
- способность компании заключать новые экспортные контракты

Мы рассматриваем три сценария, в которых каждый отдельно или комбинация указанных выше факторов негативно влияет на финансовое положение компании.

Цель данного анализа определить условия, при которых показатель Операционная прибыль/Процентные расходы опустится до критического уровня 0,9х. (что соответствует рейтингу «В» по шкале Standard&Poor's, 2005г.)

Сценарий 1: Укрепление рубля

В данном сценарии мы предполагаем, что курс доллара на 13,5% ниже, чем в базовом сценарии на протяжении всего прогнозного периода.

Укрепление рубля					
	2005	2006П	2007П	2008П	2009П
Курс руб./долл. США	28,29	24,28	23,53	23,45	23,66
Операционная прибыль/ проценты	0,9	1,2	4,9	2,2	0,9
Долг / Операционная прибыль	19,6	9,2	2,4	5,6	12,8
Долг/ Активы	0,6	0,3	0,4	0,4	0,4
Операционная прибыль	37,4	71,6	251,9	113,3	50,0
Чистая прибыль	4,5	91,9	155,5	47,8	(3,1)
Изменения по сравнению с базовым сценарием					
Операционная прибыль/ проценты	0%	-43%	-34%	-65%	-85%
Долг / Операционная прибыль	0%	54%	111%	173%	550%
Долг/ Активы	0%	-25%	29%	53%	101%
Операционная прибыль	0%	-51%	-38%	-43%	-69%
Чистая прибыль	0%	23%	-43%	-63%	-103%

Источник: отчетность компании, оценка МДМ банка

Как любая компания-экспортер, РСК МиГ сильно зависит от курса доллара. Показатель Операционная прибыль/процентные платежи понизится до 0,9х при среднем за прогнозный период курсе в 23,7 руб. за долл. США. Такое укрепление рубля также приведет в 2009г. к существенному увеличению долговой нагрузки по сравнению с базовым сценарием (долг/активы 0,4 vs. 0,2 и долг/операционная прибыль 12,8 vs.2,0), а также к чистым убыткам. Точка безубыточности наступает при среднем курсе 23,8 руб. за долл. США.

Вероятность такого резкого снижения доллара на протяжении всех четырех лет прогнозного периода мы оцениваем как низкую. Однако при продолжении тенденции укрепления рубля компании следует рассматривать возможность включения в контракты валютной оговорки или пересмотра цен поставок по действующим контрактам.

Сценарий 2: Сокращение прогнозного портфеля заказов

В данном сценарии мы рассматриваем ситуацию, когда РСК МиГ удастся заключить только 40% из ожидаемых контрактов и только 20% из перспективных, вместо 80% и 50%, предусмотренных в базовом сценарии.

Сокращение портфеля					
	2005	2006П	2007П	2008П	2009П
Выручка	245,8	670,6	1 313,3	568,9	504,4
Операционная прибыль/ проценты	0,9	1,9	6,2	4,5	0,9
Долг / Операционная прибыль	19,6	7,0	1,2	3,1	18,5
Долг/ Активы	0,6	0,4	0,4	0,3	0,3
Операционная прибыль	37,4	130,4	324,4	94,2	16,1
Чистая прибыль	4,5	61,9	209,6	56,2	2,1
Изменения по сравнению с базовым сценарием					
Выручка	0%	-7%	-15%	-35%	-51%
Операционная прибыль/ проценты	0%	-13%	-17%	-29%	-86%
Долг / Операционная прибыль	0%	17%	4%	50%	839%
Долг/ Активы	0%	14%	12%	22%	64%
Операционная прибыль	0%	-10%	-20%	-53%	-90%
Чистая прибыль	0%	-17%	-23%	-56%	-102%

Источник: отчетность компании, оценка МДМ банка

Выручки по заключенным на настоящий момент контрактам не достаточно для обслуживания долга в течение всего прогнозного периода. Однако сделанное в сценарии предположение касательно ожидаемых контрактов весьма консервативно, поскольку переговоры по ним находятся на завершающих стадиях и вероятность заключения большей части из них высока.

При данном сценарии компания также несет убытки в 2009г., а соотношение Долг/Операционная прибыль практически достигает уровня 2005г. Точка безубыточности наступает при заключении половины из ожидаемых контрактов.

Сценарий 3: Комбинированное воздействие падения рентабельности, укрепления рубля и сокращения портфеля заказов

Два предыдущих сценария имели целью определить предельное значение факторов, при которых компания может обслуживать долг, то есть отношение операционной прибыли к процентным платежам будет не ниже 0,9х. При этом снижение каждого фактора относительно ожиданий должно было быть значительным, что уменьшает вероятность реализации каждого отдельного сценария.

В данном сценарии мы рассмотрим комбинированный эффект укрепления рубля и сокращения портфеля заказов (до 80% и 25% по ожидаемым и перспективным контрактам соответственно); в этом случае изменение каждого из факторов будет не столь сильным, что делает сценарий более вероятным. Мы также предполагаем, что программа модернизации приостановлена или не дает желаемых результатов. Как следствие все большая часть операций с высокой добавленной стоимостью передается подрядчикам, и рентабельность производства падает в среднем на один процент в год от уровня 2005г.

Комбинация трех факторов					
	2005	2006П	2007П	2008П	2009П
Курс руб./долл. США		25,96	25,16	25,08	25,30
Выручка	245,8	699,8	1 459,2	753,6	962,1
Операционная прибыль/ проценты	0,9	1,3	4,6	1,5	0,9
Долг / Операционная прибыль	19,6	9,1	2,4	8,5	13,8
Долг/ Активы	0,6	0,3	0,4	0,4	0,4
Операционная прибыль	37,4	79,6	237,8	76,8	48,6
Чистая прибыль	4,5	64,4	144,4	21,2	7,4
Изменения по сравнению с базовым сценарием					
Выручка	0%	-3%	-6%	-14%	-6%
Операционная прибыль/ проценты	0%	-39%	-39%	-76%	-87%
Долг / Операционная прибыль	0%	51%	105%	317%	600%
Долг/ Активы	0%	-15%	31%	63%	117%
Операционная прибыль	0%	-45%	-42%	-62%	-69%
Чистая прибыль	0%	-14%	-47%	-84%	-107%

Источник: отчетность компании, оценка МДМ банка

При данной комбинации факторов курс доллара должен опуститься на 7,5% ниже ожиданий (то есть до 25,38 рублей в среднем за период) прежде чем показатель Операционная прибыль/Проценты достигнет критического уровня 0,9. При этом в 2009г. компания понесет наибольшие убытки из всех ранее рассмотренных сценариев – 7,4 млн. долл. США.

Несмотря на то, что изменение каждого фактора не столь значительно, вероятность такого развития событий представляется достаточно низкой, поскольку компания принимает активные меры к повышению рентабельности, а размер будущего портфеля заказов был оценен консервативно в базовом сценарии.

Заключение

Модернизация производства, заключение новых контрактов и курс доллара влияют на способность компании не только погашать, но и обслуживать долг. При этом последний фактор имеет решающее значение.

Начатая реорганизация и модернизация производства пока не привела к росту рентабельности, однако предусмотренная программа капитальных вложений позволяет надеяться, что падение валовой рентабельности прекратится и начнется постепенный рост.

Вероятность получения новых перспективных контрактов высока, особенно учитывая опыт и возможности нового руководства, а также повышение спроса на легкие истребители в мире. Однако специфика производимой продукции ставит компанию в зависимость от политических и геополитических факторов, которые в среднесрочной перспективе способны влиять на портфель заказов.

Компания осознает свою подверженность валютному риску и принимает меры к его снижению. В частности большинство договоров с поставщиками и подрядчиками номинировано в долларах, а также компания заключает форвардные валютные сделки приблизительно на 70% от ожидаемых рублевых издержек. Такой подход позволил компании снизить потери от изменения курса в 2005г. Однако при существенном снижении курса доллара РСК МиГ не сможет переложить все валютные потери на поставщиков, которые будут вынуждены поднимать цены. Заключение форвардных сделок позволяет застраховаться от колебаний курса, но общая тенденция на снижение будет, тем не менее, сказываться на рентабельности компании. При продолжении укрепления рубля компании следует принимать меры к повышению рентабельности за счет покупателей, то есть при возможности – пересматривать цены по действующим контрактам, предусматривать во вновь заключаемых контрактах возможность повышения цены.

При такой сильной зависимости компании от внешних экономических и политических факторов возможность поддержки государства, по нашему мнению, может иметь критичное значение. Вступление в ОАК обеспечит как дополнительные возможности для лоббирования интересов, так и большую вероятность поддержки государства в

случае финансовых сложностей возможно в форме бюджетных кредитов, налоговых льгот, а также принятия на себя обязательств по долгам компании в случае серьезных финансовых проблем.

Государство заинтересовано в успешном продолжении деятельности РСК МиГ по следующим основным причинам (см. также Приложение 1):

- МиГ обладает конструкторскими разработками, играющими ключевую роль в вопросе укрепления обороноспособности России, приобретающей особое значение в свете расширения НАТО на Восток.
- уникальное оборудование и технологии для содержания парка самолетов МиГ, который составляет основу российских ВВС.
- государство заинтересовано в создании и поддержании безупречной репутации ОАК, в состав которой войдет РСК МиГ, перед инвесторами и иностранными партнерами, в особенности в преддверье IPO.

Приложение 1. Заинтересованность государства в непрерывной деятельности РСК МиГ

В рамках процессов консолидации в ОАК РСК МиГ будет играть одну из основных ролей наряду с НПК Иркут, так как в первое время основу выручки объединенной компании будут составлять экспортные поставки авиационной техники. Ожидается, что в первое время возможно снижение рентабельности ОАК по сравнению с рентабельностью отдельных компаний, так как наряду с РСК МиГ и НПК Иркут войдут компании с гораздо меньшей или даже отрицательной рентабельностью. На сегодняшний день определить степень влияния этого фактора на дальнейшую деятельность РСК МиГ крайне сложно. Тем не менее, с некоторой степенью вероятности можно предполагать, что компания столкнется с определенными финансовыми сложностями в процессе консолидации (значительные административные расходы в процессе объединения и др.). При этом государство, как основной акционер будет выступать заинтересованным собственником, который с большей степенью вероятности будет оказывать помощь в случае их возникновения (компенсация процентных расходов, госзаказ на НИОКР, субсидии).

Помимо косвенной поддержки, государство, как эффективный собственник, будет заинтересовано в непрерывной деятельности ОАК и, в первую очередь РСК МиГ в рамках ОАК, в силу следующих основных факторов:

- **Необходимость исполнять достигнутые договоренности со своими торговыми партнерами.** Более 90% выручки РСК МиГ на сегодняшний день формируется за счет экспортных поставок. При этом такая перспектива сохраниться и в будущем, так как портфель заказов компании до 2009г. практически полностью состоит из экспортных контрактов. В случае возникновения финансовых сложностей у компании, которые могут привести к временной приостановки производства (недостаток оборотных средств) или полной (неспособность своевременно отвечать по финансовым обязательствам, и как результат, процедура банкротства), для перевода заказа на другие производственные мощности потребует значительного времени и средств в силу капиталоемкости организации производства истребителей. Таким образом, государство не будет заинтересовано в приостановки производства на РСК МиГ.
- **РСК МиГ является стратегически важным оборонным предприятием, обеспечивающим обороноспособность государства.** Компания является лидером по производству легких истребителей в России, обладающее собственным конструкторским бюро со значительным объемом научных разработок и изобретений в области авиационной техники (МиГ-АТ, до недавнего времени велись разработки альтернативного варианта истребителя 5-го поколения, проекты БПЛА). Государство заинтересовано в сохранении научных разработок РСК МиГ и не допустит процедуры банкротства.
- **Неясная процедура банкротства для предприятия оборонной промышленности.** Процедура банкротства объектов, являющихся предметом стратегической безопасности, непонятна и трудно осуществима. Компания владеет важными стратегическими объектами – ОКБ им. Микояна и Гуревича, специализирующееся на разработках в области авиационной техники и обладающее уникальными разработками (БПЛА, МиГ-АТ, программы модернизации МиГ-29, МиГ-31, МиГ-27 и др. модели, разработки истребителя 5-го поколения); летно-испытательный центр им. Федотова; контрольный пакет ММП им. Чернышева и акциями других государственных предприятий авиационной промышленности. В случае проведения процедуры банкротства могут возникнуть сложности с продажей тех или иных объектов, являющиеся предметом государственной тайны или стратегической безопасности.
- **При построении объединенной компании государство как эффективный собственник будет заинтересован в создании безупречной репутации ОАК.** Дефолт РСК МиГ – одной из основ ОАК – по своим обязательствам будет нести серьезный репутационный риск для инвесторов в процессе подготовки государством IPO, что может негативно сказаться на возможности ОАК привлечь значительные финансовые ресурсы, которые предполагается направить на развитие инвестиционных программ в авиационной отрасли.

Приложение 2. Продукция РСК МиГ и основные конкуренты¹²

Семейство истребителей МиГ-29

Легкий фронтовой истребитель МиГ-29 был создан в начале 80-х годов и остается одним из наиболее массовых и совершенных истребителей мира, составляющий основу, как российской армии, так и стоящий на вооружении 27 стран мира. Изначально в конструкцию МиГ-29 были заложен значительный потенциал для дальнейшего развития, в результате чего на сегодняшний день семейство истребителей МиГ-29 представлено большим числом модификаций.

МиГ-29 обладает следующими конкурентными преимуществами:

- высокая боевая эффективность;
- превосходные маневренные характеристики;
- высокий уровень надежности и безопасности полета;
- простота и экономичность эксплуатации.

МиГ-29/МиГ-29УБ

МиГ-29 является базовой моделью для проведения модернизаций различной сложности, в том числе до МиГ-29СЭ, СМ, СМТ, а МиГ-29УБ - до МиГ-29УБТ, которые могут быть оснащены оборудованием и вооружением зарубежного производства.

МиГ-29УБ является учебно-боевым самолетом, предназначенным для обучения летного состава и ведения ограниченных боевых действий.

Многофункциональный истребитель МиГ-29СМТ

МиГ-29СМТ является модификацией базового варианта МиГ-29, в результате которой был получен истребитель, характеризующийся не только увеличенным радиусом боевого применения и улучшенными летательными характеристиками, но и с принципиально новыми возможностями. В частности, возможность атаковать как воздушные, так и наземные или надводные цели, с использованием управляемых ракет класса «воздух-поверхность». Таким образом, МиГ-29СМТ является многофункциональным боевым самолетом, объединяющим в себе функции истребителя и ударного фронтового бомбардировщика.

Основой комплекса управления вооружением МиГ-29СМТ является новая многофункциональная бортовая радиолокационная станция (БРЛС) «Жук-МЭ». В комплекс оборудования входят цифровая вычислительная система верхнего уровня, созданная на принципах открытой архитектуры с использованием мультиплексных каналов информационного обмена по международному стандарту MIL-STD-1553В, и новая информационно-управляющая система, построенная на базе полноцветных крупноформатных ЖК-дисплеев. Операции по управлению, прицеливанию и применению оружия выполняется при постоянном контроле над самолетом и двигателем, что полностью соответствует концепции «HOTAS».

Многофункциональные истребители корабельного базирования МиГ-29К/КУБ

МиГ-29К - многофункциональный истребитель корабельного базирования, предназначенный для решения задач ПВО корабельных соединений, завоевания господства в воздухе, поражения надводных и наземных целей в любых погодных условиях в любое время суток. Предыдущий вариант МиГ-29К был разработан в конце 80-х годов и прошел ряд летных испытаний, после чего в 1992г. работы были приостановлены. В настоящее время РСК МиГ подготовила усовершенствованные варианты самолета МиГ-29К/ МиГ-29КУБ (в одноместной и двухместной версиях), которые проходят летные испытания в рамках подготовки для экспортных поставок по контрактам.

¹² По материалам РСК МиГ

В качестве базирования МиГ-29К/КУБ оптимизирован под авианосцы среднего водоизмещения. Кроме того, истребитель может быть модернизирован под конкретные требования заказчика для достижения максимального боевого потенциала ВВС.

Учебно-боевой самолет корабельного базирования МиГ-29КУБ предназначен для тренировки и совершенствования навыков пилотирования, отработки боевых элементов полета, решения всех боевых задач, которые могут быть поставлены МиГ-29К.

Система управления вооружением МиГ-29К и МиГ-29КУБ представляет собой комбинацию многофункциональной радиолокационной станции, оптико-локационной станции, наשלемной системы целеуказания. Помимо этого, МиГ-29К и МиГ-29КУБ оборудованы системой дозаправки в воздухе, а также могут быть оборудованы системой дозаправки других самолетов топливом.

Многофункциональные истребители МиГ-29М/М2

Одноместная и двухместная версии самолетов МиГ-29М / МиГ-29М2 являются принципиально новыми машинами с повышенной дальностью полета, современным бортовым оборудованием, четырехкратно резервированной трехканальной цифровой электродистанционной системой управления, увеличенной боевой нагрузкой и расширенной номенклатурой бортового вооружения.

Управление истребителем реализовано с использованием принцип «HOTAS», позволяющего вести боевые действия при постоянном контроле двигателя и самолета. Система управления вооружением включает модифицированный радиолокационный прицельный комплекс с БРЛС «Жук-МЭ», оптико-локационную станцию и наשלемную систему целеуказания. Истребители могут быть оснащены управляемыми ракетами класса «воздух-воздух», «воздух-поверхность» и авиационными бомбами. БРЛС самолета позволяет обнаруживать воздушные цели на дальностях до 120 км, сопровождать десять из них и одновременно атаковать четыре цели. При работе по надводным целям типа эсминец дальность обнаружения составляет 250 км, по целям типа ракетный катер - 150 км. На самолетах может быть установлено оборудование и вооружение нероссийского производства.

Истребитель-перехватчик МиГ-31Э

МиГ-31Э, созданный на основе МиГ-25, является двухместным перехватчиком дальнего действия. Истребитель МиГ-31Э предназначен для перехвата и уничтожения воздушных целей на малых и больших высотах в любых метеоусловиях в любое время суток при использовании противником средств активного и пассивного противодействия. На самолете МиГ-31Э установлен радиолокационный прицельный комплекс РП-31Э, обеспечивающий одновременное обнаружение до 10 целей, одновременный обстрел до 4-х целей, находящихся на сопровождении. Истребитель оснащен управляемыми ракетами класса «воздух-воздух» и авиационной пушкой. Основной особенностью МиГ-31Э является способность вести групповые действия, что позволяет группе из 4-х перехватчиков МиГ-31Э обмениваться информацией в автоматическом режиме о наличии целей в воздушном пространстве в полосе шириной до 800 км по фронту и осуществлять выдачу целеуказаний взаимодействующим самолетам при действиях в составе смешанных групп.

Учебно-тренировочный самолет нового поколения МиГ-АТ

МиГ-АТ предназначен для обучения летчиков на начальном, основном и повышенном этапах подготовки с элементами боевого применения, а также для поддержания навыков пилотирования в строю. Самолет создавался при участии французских компаний Snecma, "Турбомека" (силовая установка) и Thales Avionics (бортовое радиоэлектронное оборудование). С российской стороны в программе участвуют крупнейшие авиационные предприятия и исследовательские центры, включая ГосНИИАС (интеграция бортового оборудования и программное обеспечение), ЦАГИ (аэродинамическая отработка проекта), Звезда (катапультное кресло К-93Л), ЛИИ им. М. Громова (летные испытания).

Учебно-тренировочный самолет МиГ-АТ обладает новой системой электродистанционного управления, которая позволяет изменять характеристики управляемости самолета, имитируя поведение в воздухе как высокоманевренного истребителя, так и тяжелого штурмовика. Таким образом, один и тот же учебный аппарат может быть использован для подготовки как гражданских, так и военных летчиков для пилотирования МиГ-29, Су-27,

Mirage-2000, Rafale, Typhoon, F-15, F-16, F-18. Это позволяет значительно снизить стоимость обучения. Кроме того, новая система управления позволяет бортовому компьютеру контролировать полет самолета и не допускать выхода на потенциально опасные критические режимы, повышая безопасность полета в случае ошибочных действий пилота.

МиГ-АТ оборудован облегченным катапультным креслом К-93Л, позволяющий катапультироваться с самолета на нулевых скоростях и высотах, а также при положении «перевернутый полет», при минимальной высоте 50 м.

МиГ-АТ может быть укомплектован оборудованием как французского производства – система TopFlight производства компании Thales Avionics, так и российскими комплексами БРЭО. Эргономика кабины соответствует истребителям поколения "4" и "4+". Органы управления самолетом созданы с использованием принципа HOTAS.

Семейство МиГ-АТ может быть расширено за счет учебно-боевого самолета, легкого одноместного тактического истребителя, самолета корабельного базирования и патрульного самолета. На основе МиГ-АТ разработан учебно-боевой самолет МиГ-АТС, оснащенный многофункциональной РЛС и способный применять управляемое и неуправляемое вооружение по воздушным, наземным и морским целям. По желанию заказчика возможно применение национальных систем оборудования, установка вооружения, создание специализированных вариантов, постройка самолетов по лицензиям.

Совершенствование истребителей предыдущего поколения

Семейство МиГ-21

Семейство истребителей МиГ-21 выпускалось в течение 28 лет и в 30 вариантах модификаций на трех заводах СССР и по лицензии на трех заводах за рубежом; МиГ-21 состоял на вооружении 49 стран мира и продолжает эксплуатироваться. РСК МиГ осуществляет модернизацию самолетов семейства МиГ-21, в результате которой боевые возможности соответствуют стандартам четвертого поколения.

Компания разработала несколько направлений модернизации самолётов МиГ-21, включая новое вооружение класса «воздух-воздух» и «воздух-поверхность», новую систему управления вооружением с многофункциональной РЛС «Копье», наשלемую систему целеуказания, многофункциональный дисплей, новые системы навигации, связи, радиопротиводействия, видеорегистрации, комплекса контроля, регистрации и обработки полетной информации.

Семейство МиГ-23 / МиГ-25 / МиГ-27

Самолеты семейства фронтовых истребителей МиГ-23 и тактических ударных самолетов МиГ-27 находятся на вооружении ВВС десятков стран мира. МиГ-27Л выпускался в Индии по лицензии. РСК МиГ совместно с иркутским авиазаводом проводит модернизацию МиГ-27 в соответствии с требованиями ряда заказчиков. Направления модернизации самолетов включают установку нового вооружения класса «воздух-воздух» и «воздух-поверхность», установку систем управления вооружением либо на базе многофункциональной РЛС, либо с дополнительной системой, предназначенной для формирования полетного задания и выдачи команд радиокоррекции ракетам, наשלемой системы целеуказания, ИЛС, многофункционального дисплея (при установке новой РЛС), систем навигации, связи, радиопротиводействия, видеорегистрации, контроля, регистрации и обработки полетной информации КАРАТ. Также в рамках программы модернизации осуществляется продление ресурсов и сроков службы самолетов.

Гражданская авиация

Многоцелевой легкий самолет Ил-103

Ил-103 представляет собой многоцелевой легкий самолет, который может быть использован в качестве пассажирского, легкого транспортного, патрульного или учебного самолета, а также применяться для работ на нефтедобывающих месторождениях, наблюдения за лесными массивами и в прибрежной зоне. Может применяться во всех климатических зонах и использовать неподготовленные взлетно-посадочные площадки. Самолет оснащен поршневым двигателем IO-360 ES/210 производства американской компании "Теледайн Континентал Моторс" и современной авионикой. Ил-103 прошел сертификационные испытания в соответствии с нормами и правилами АП-23.

Авиатика-МАИ-890

Авиатика-МАИ-890 является легким самолетом, предназначенным для спорта, авиатуризма, обучения лётчиков, воздушного наблюдения и патрулирования дорог и других объектов, а также для обеспечения экологически щадящих режимов обработки сельхозугодий и лесов. Самолет пригоден для эксплуатации на взлетно-посадочных полосах с искусственным, грунтовым и травяным покрытием.

Самолет спроектирован в соответствии с нормами JAR VLA и FAR-23, оснащается двигателями ROTAX австрийского производства и выпускается в трех основных модификациях:

- Авиатика-МАИ-890 - одноместный;
- Авиатика-МАИ-890У - двухместный;
- Авиатика-МАИ-890СХ - для сельскохозяйственных работ.

По желанию заказчика самолет может быть оснащен поплавковым и лыжным шасси.

Создатели и организаторы производства самолетов семейства "Авиатика-890" удостоены Государственной премии РФ в области науки и техники за 1999 год. Самолет эксплуатируется более чем в 20-ти странах, включая США, ЮАР, Великобританию, Францию, Италию, Испанию, Бразилию.

Основные конкуренты

Lockheed Martin Aeronautics Company, США. Компания производит легкий однодвигательный многоцелевой истребитель F-16C/D, обладающий возможностями ведения воздушного боя с современными истребителями и развитыми ударными возможностями по поражению наземных целей. Вооружен современными ракетами «воздух-воздух» AIM-120 средней и AIM-9L малой дальности, а также различным управляемым вооружением с лазерными и ТУ системами наведения. Нормальный взлетный вес – 12.8 т. Ограниченные возможности применения однодвигательного самолета в условиях безаэродромной местности (горы, море). Выпущено более 4000 самолетов, из них экспортировано около 2000 единиц в 21 страну. Ориентировочная стоимость около 35 млн. долл. США

Saab Aircraft, Швеция. Производит легкий однодвигательный многоцелевой истребитель JAS-39 Gripen, обладающий возможностями применения по наземным целям и решения задач ПВО. Нормальный взлетный вес – около 9.7 т. Ограниченные возможности ведения воздушного боя с современными истребителями из-за низкой тяговооруженности. Вооружен современными ракетами «воздух-воздух» AIM-120 средней и AIM-9L малой дальности, различными типами управляемого вооружения «воздух-поверхность». Планируемый объем производства – 204 единицы для шведских ВВС, предусмотрен экспорт в ЮАР (28 единиц) и Венгрию (14 единиц). Ориентировочная цена около 35 млн. долл. США.

Dassault Aviation, Франция. Производит легкий однодвигательный многоцелевой экспортно-ориентированный истребитель Мираж-2000-5 и многоцелевой двухдвигательный истребитель Рафаль.

Мираж-2000-5 является многоцелевым истребителем с возможностью ведения боевых действий по наземным целям и решения задач ПВО. Нормальный взлетный вес – около 12 т. Вооружен современными управляемыми ракетами «воздух-воздух» MICA средней дальности и устаревшими ракетами Majic-2 малой дальности. Ограниченные возможности применения однодвигательной машины в безаэродромной местности (горы, море). Выпущено и поставлено на экспорт 120 самолетов в Тайвань, ОАЭ, Катар, Грецию. Ориентировочная цена – около 50 млн. долл. США.

Истребитель Rafale – многоцелевой двухдвигательный истребитель в вариантах аэродромного и палубного базирования. Нормальный взлетный вес – около 15 т. Оснащен современным радиолокационным и оптико-электронным оборудованием. Вооружен современными управляемыми ракетами «воздух-воздух», «воздух-поверхность» и «воздух-корабль». Самолет находится на стадии завершения доводки характеристик основных систем до заданных, завершения разработки системы вооружения. Предусматривается выпуск 272 самолетов для ВС Франции (60 – ВМФ и 212 – ВВС). Экспортные заказы отсутствуют. Ориентировочная цена - около 80 млн. долл. США.

Контактная информация

Аналитическое управление	Кредитные исследования, Начальник отдела Аналитик	Виктор Моисеев victor.moiseev@mdmbank.com Николай Богатый nikolay.bogatyi@mdmbank.com Елена Морозова Elena.Morozova2@mdmbank.com
	Аналитик	Денис Воднев Denis.Vodnev@mdmbank.com
	Технический редактор	Andrey Goncharov andrey.goncharov@mdmbank.com
	Продажи и трейдинг	Внутренние продажи
Международные продажи		Наталья Ермолицкая natalia.ermolitskaya@mdmbank.com
Внутренние продажи		Дмитрий Омельченко dmitry.omelchenko@mdmbank.com
Операции с Репо		Алексей Базаров alexei.bazarov@mdmbank.com
Рынок долгового капитала	Трейдер Репо	Наталья Храброва natalia.khrabrova@mdmbank.com
	Директор	Денис Гаевский denis.gaevskiy@mdmbank.com
	Директор	Антон Кирюхин anton.kirukhin@mdmbank.com
Исследования рынка долговых обязательств	Начальник отдела анализа рынка облигаций Аналитик	Артур Аракелян artur.arakelyan@mdmbank.com Денис Гусев denis.goussev@mdmbank.com



member of

·MDM·FINANCIAL·GROUP·

МДМ Банк Инвестиционный блок

Котельническая наб., 33/1
Москва, Россия 115172
Тел. +7(095) 795 2521
Тел. +7(095) 797 9500
Факс +7(095) 960 2250
Bloomberg: MDMG <GO>
Reuters Dealing: MBWM, MDMB
<http://www.mdmbank.com>

Алексей Панферов
Глава инвестиционного блока

Ким Искян
Начальник аналитического
управления

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.