

## ОАО "НПК "Иркут"

### Машиностроение

Текущая цена	16,50р.
Фундаментальная оценка	<b>25,23р.</b>
Потенциал роста / падения	52,9%

### Рекомендация

долгосрочно	краткосрочно
<b>Активно покупать</b>	<b>Лучше рынка</b>

### Финансовые показатели

US GAAP

\$ млн. в ценах на 31 дек. 2003 г.

	2003	2004о	2005п
<b>Основные показатели</b>			
Выручка	522	705	837
ЕБИТДА	76	117	139
Операционная прибыль (ЕБИТ)	60	97	121
Чистая прибыль	-15	17	35
Свободный денежный поток	-34	0	40
Совокупный долг	512	516	485
Собственный капитал	11	23	50
Рыночная капитализация	396	554	649
<b>Показатели рентабельности</b>			
по операционной прибыли	11,4%	13,8%	14,5%
по чистой прибыли	-2,9%	2,4%	4,2%
Собственного капитала (ROE)	-	73,2%	70,7%
Инвестир. капитала (ROC)	8,7%	13,7%	17,2%

### Ценовые показатели

Цена / выручка	0,76	0,79	0,77
Ст-сть предприятия / ЕБИТДА	6,74	4,40	3,48
Цена / прибыль	отр.	23,04	11,19
Цена/денежные потоки	отр.	отр.	16,17
Прибыль на акцию	-0,02	0,02	0,04
Дивиденды на акцию	0,0014	0,0054	0,0112
Дивидендная доходность	0,27%	0,78%	1,36%

### Статистика

Количество выпущенных акций	
обыкновенные	791 051 875
привилегированные	0

Павел Данилов  
 тел. (343) 26-26-808  
[danilov@unicompartner.ru](mailto:danilov@unicompartner.ru)

### КОРОТКО:

- ✓ Корпорация Иркут является вертикально интегрированным авиастроительным холдингом.
- ✓ Контрольный пакет акций принадлежит менеджерам, а государство контролирует 13% акций, лицензионные контракты компании и продажи.
- ✓ Сотрудничество с корпорацией EADS в области производства и продвижения продукции сулит российской корпорации большие выгоды.
- ✓ Основными потребителями военной продукции Иркут в ближайшие 10 лет будут Китай и Индия, а гражданскую продукцию планируется поставлять в Средиземноморские страны и США.
- ✓ Финансовые показатели за 2003 год сохранились на уровне предыдущего года, хотя Иркут вновь показал убытки в размере \$15,3 млн. По итогам 2004 года руководство прогнозирует рост выручки с \$522 млн. до \$700 млн.
- ✓ Риски инвестирования в акции Иркут в первую очередь связаны с неясными перспективами гражданской продукции и постепенным устареванием военных самолетов СУ-30.
- ✓ Справедливая стоимость акции НПК "Иркут" составляет до **25,23 рубля (\$0,877)**. Потенциал роста на сегодняшний день составляет **52,9%**, что соответствует долгосрочной рекомендации **Активно покупать**. Краткосрочно динамика акций будет **Лучше рынка**.



### **Научно производственная корпорация “Иркут”**

ОАО “Научно-производственная корпорация “Иркут” (ранее Иркутское авиационно-промышленное объединение) была основана на базе крупнейшего предприятия советского авиастроения – Иркутского авиационного завода. В настоящее время корпорация “Иркут” представляет собой группу предприятий, которые осуществляют полный комплекс задач по разработке, внедрению и серийному производству военной и гражданской авиационной техники. Структура вертикально-интегрированного холдинга в полной мере соответствует задачам, которые стоят перед высокотехнологичной корпорацией.

#### **Основные предприятия, входящие в структуру корпорации “Иркут”**

<b>Компания</b>	<b>Доля ОАО “НПК “Иркут”</b>	<b>Основные функции</b>
ЗАО “БЕТА-ИР”	66,15%	Маркетинг, сбыт и послепродажное обслуживание самолета-амфибии Бе-200 и его модификаций
ЗАО “ОКБ “Русская Авионика”	51%	Разработка и модернизация воздушных систем управления и навигации, систем точного наведения для самолетов семейства Су, беспилотным летательным аппаратам, самолетам L-39, поставка комплектующих для модернизации самолетов Су.
ЗАО “Итела”	51%	Разработка и производство сенсорных датчиков и систем управления для производства авиационной техники.
ЗАО “ИРКУТ АвиаСТЭП”	100%	НИОКР по тактическому транспортному самолету МТА и региональному пассажирскому самолету.
ОАО “ТАНТК им. Бериева”	39,57%	Опытно-конструкторские работы, научно-техническое сопровождение эксплуатации, авторский надзор самолета – амфибии Бе-200.
ОАО “ОКБ им. Яковлева”	75,45% (85,82% обькн.)	Научно-исследовательские и опытно-конструкторские работы по разработке беспилотных летательных аппаратов

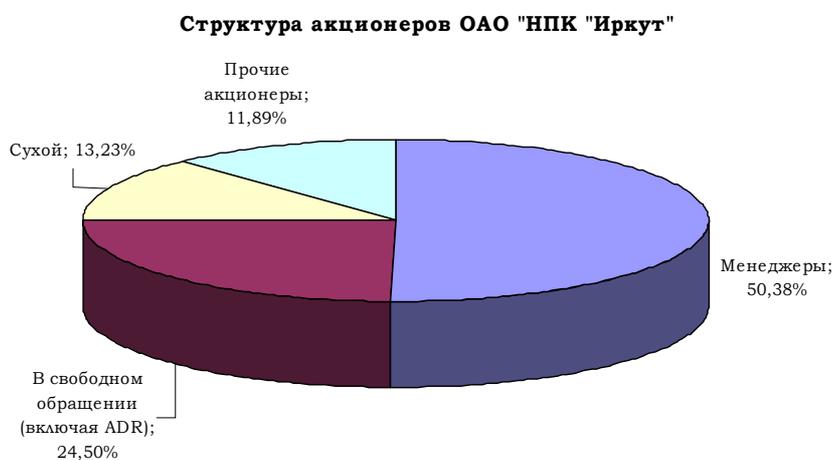
Источник: Данные эмитента

Традиционно Иркутский авиационный завод был одним из крупнейших экспортеров отечественного оборонного комплекса. Корпорация Иркут сохраняет преемственность, являясь на сегодняшний день крупнейшим экспортером истребителей семейства СУ. Однако стратегия компании направлена на изменение существующего положения. В рамках обновленной стратегии планируется развивать поставки продукции гражданской авиации, а также производство компонентов для зарубежных авиастроительных корпораций. Именно в этих областях корпорация Иркут развивает сотрудничество с европейской корпорацией EADS. Мы считаем, что стратегия корпорации “Иркут” соответствует интересам акционеров, так как способствует диверсификации продукции и завоеванию новых перспективных рынков в области гражданского авиастроения.

В марте 2004 года корпорация Иркут провела первичное размещение 23,3% акций по 16,78 руб. за акцию на ММВБ. Таким образом, формально в свободном обращении находится блокирующий пакет акций Иркутта. Однако акции компании не стали ликвидным инструментом для российских инвесторов из-за сложной ситуации на российском фондовом рынке весной-осенью текущего года. К тому же большая часть размещенных акций, по предположению, была изначально задепонирована андеррайтерами Иркутта для последующей конвертации в ADR. В начале ноября 2004 года состоится размещение американских депозитарных расписок (ADR) примерно на 20% акций. Это означает, что ликвидность внутреннего рынка акций останется на уровне 5% от уставного капитала, но интерес к акциям российской высокотехнологичной корпорации после размещения ADR должен вырасти на порядок.

В настоящее время структура акционеров Иркутта может быть представлена следующим образом. Контрольный пакет в процесс акционирования Иркутского авиазавода и последующего формирования консолидировали менеджеры. Перед проведением IPO компания раскрыла структуру акционеров. Менеджеры контролируют акции, находящиеся в банке “Форпост” (36,72%) и в ЗАО “Аэроком” (9,16%), а также часть акций в Депозитарно-клиринговой компании (4,5-5%). Таким образом, в совокупности менеджерам принадлежит около 50,5% корпорации “Иркут”. Доля государства через холдинг Сухой составляет 13,23%. Формально в свободном обращении находится 25% акций компании. Согласно последнему квартальному отчету Иркутта, 9,92% акций компании находятся в МДМ-банке. Прочим акционерам (физическим и юридическим лицам) принадлежит около 12% акций.

Европейская корпорация EADS осенью 2004 года официально подтвердила стратегический интерес к Иркутту. Европейцы планируют стать владельцами 10% акций российской компании уже в ближайшее время, а в течение нескольких лет могут консолидировать блокирующий пакет Иркутта.



Источник: Отчетность компании, оценка Уником Партнер

Несмотря на небольшую долю государства, его влияние на деятельность корпорации велико. Во-первых, “Рособоронэкспорт” выдает Иркутту лицензии на производство авиационной техники семейства Сухой. Во-вторых, все контракты компания заключает также через “Рособоронэкспорт”. В-третьих, закон “О государственной тайне” не позволяет компании раскрывать информацию о производстве и продажах военной техники.

На наш взгляд, именно по этой причине рейтинговое агентство Standard&Poor’s поставило корпорацию лишь на 47 место из 50 российских эмитентов по информационной прозрачности.

Планы государства по строительству единого авиастроительного холдинга на базе всех крупнейших авиазаводов и конструкторских бюро ведут к труднопредсказуемым последствиям для корпорации Иркут. Минпромэнерго РФ уже разработало план формирования Объединенной авиастроительной корпорации к 2007 году на основе активов компаний “Сухой”, “МиГ”, “Ильюшин”, “Иркут”, “Яковлев” и “Туполев”. Мы полагаем, что назначение президента корпорации “Иркут” М. Федоров на должность генерального директора компании “МИГ” укладывается в эти планы российского Правительства.

### **Позиции корпорации на авиационном рынке.**

Рыночные позиции Иркутта на рынке военной авиационной техники устойчивы. Компания имеет несколько долгосрочных контрактов на поставку самолетов семейства СУ-30 в Малайзию, Индию и Китай. Судя по последним высказываниям топ-менеджеров компании, портфель заказов превышает \$4,5 млрд. Это значит, что корпорация обеспечена заказами на ближайшие 7-8 лет. Поставки истребителей для российских ВВС пока не планируются из-за отсутствия государственного заказа.

К 2010 году мы ожидаем естественного снижения заказов на самолеты четвертого поколения, которые выпускает Иркутт. Это произойдет из-за появления новых разработок американских и европейских авиастроительных корпораций. Представители самой корпорации признают тот факт, что в течение 10-15 лет компания может потерять экспортные рынки сбыта для своей продукции.

К этому периоду Иркутт планирует наполнить портфель заказами на гражданскую продукцию. В первую очередь это – проект самолета-амфибии Бе-200. Текущие позиции самолета являются многообещающими: пробный заказ от Правительства Италии (1 шт.), заказ МЧС (7 шт.), также заключен протокол о намерениях с американской компанией на поставку Бе-200 (8 шт.). Мы полагаем, что к 2009 году поставки Бе-200 на мировой рынок достигнут 20 единиц в год.



Источник: Оценка Уником Партнер.

Менеджеры заявляют, что контракт с Италией в случае успешной эксплуатации Бе-200 в Средиземноморье закончится поставкой ещё 10 самолетов. Ключевым фактором для развития продаж Бе-200 на мировом рынке является получение сертификации по американским нормам. Отметим, что единственным конкурентом Бе-200 на мировом рынке является канадская фирма Bombardier, которая предлагает несколько устаревшую технику.

В июле 2004 года Корпорация “Иркут” и Европейский концерн EADS приняли решение о создании совместного предприятия, которое будет заниматься продвижением самолета-амфибии Бе-200. Корпорация “Иркут” и EADS будут осуществлять совместный маркетинг, сертификацию и послепродажное обслуживание варианта Бе-200, адаптированного под западные стандарты.

**Настоящее и будущее корпорации “Иркут”**  
СУ-30МК



Бе-200



Источник: www.irkut.com

**Производство и новые разработки.**

Авиационное производство специфично по своей сути, так как предполагает выполнение крупных долгосрочных заказов и длительный производственный процесс. Доходы компании образуются за счет продажи небольшого количества (не более 35 единиц в год) дорогой авиационной техники. Средняя цена одного самолета СУ-30МК составляет \$30 млн., а стоимость самолета-амфибии Бе-20 – \$20-25 млн. Таким образом, нарушение производственного процесса даже по одному самолету СУ-30МК приведет к значительным потерям в доходах для корпорации “Иркут”.

Многие поставщики компании являются уникальными в своей области (например, “Уфимское моторостроительное производственное объединение” производит двигатели для СУ), однако Иркут во многих случаях является единственным покупателем продукции. Это обуславливает наличие долгосрочных производственных связей с поставщиками.

Корпорация также разрабатывает несколько перспективных проектов, в том числе учебно-боевой самолет ЯК-130 для российских ВВС, беспилотный летающий аппарат для мониторинга обширных территорий, аппарат Автожир-002 в сегменте легкой авиации и прочее. Мы не учитываем доходы от упомянутых разработок при формировании финансовой модели корпорации Иркут. Однако признаем стратегическую важность этих проектов для долгосрочной жизнеспособности корпорации.

**Факторы, оказывающие влияние на фундаментальную стоимость Иркутта**

<b>Позитивные</b>	<b>Негативные</b>
1. Текущий портфель заказов обеспечивает работу компании в ближайшие 8 лет.	1. Государство регулирует продажи компании через агентство Рособоронэкспорт, а также через лицензионные соглашения.
2. Стратегическое сотрудничество с европейской корпорацией EADS в продвижении Бе-200 на мировом рынке.	2. Деятельность компании регулируется законом “О государственной тайне”, ограничивает прозрачность бизнеса..
3. EADS планирует приобрести 10% акций компании в рамках стратегического сотрудничества.	3. Формирование авиастроительного холдинга может негативно отразиться на деятельности компании.
4. Иркут может стать центром формирования авиастроительного холдинга, на базе всех крупных предприятий отрасли.	4. Перспективы продаж после исчерпания заказов на СУ-30 не вполне очевидны.

Источник: Оценки Уником Партнер

### **Анализ финансовых показателей.**

При большом портфеле заказов компания в последние два года показывает низкую рентабельность. Показатели отчетности по международным стандартам за 2003 год, опубликованной в сентябре, оказались несколько ниже ожиданий рынка. Продажи “Иркут” даже несколько снизились до \$522 млн с \$528 в 2002 году.

Операционная прибыль компании уменьшилась с \$88,4 до \$59,7 млн. Достаточно неприятным является только двукратный рост коммерческих и административных расходов: с \$47 до \$94 млн. По итогам 2003 года компания также показала убыток в размере \$14,4 млн. по сравнению с убытками в \$7,8 млн. в 2002 году. Мы полагаем, что в 2004 году основные финансовые показатели “Иркут” значительно улучшатся в связи с завершением ряда проектов.

Плановые показатели на 2004 год недавно были уточнены в сторону снижения. Если в начале текущего года менеджеры планировали феноменальный рост выручки по итогам года до \$810 млн., то сейчас компания собирается достигнуть более реальных \$700 млн.

#### **Основные финансовые показатели, \$ млн.**

Показатель, \$млн.	2002	2003	2004прогноз
Выручка	528,4	522	705
ЕБИТДА	102,2	75,9	117,2
ЕБИТ	88,4	59,7	99,2
Чистая прибыль	-7,8	1,8	17,8
Чистый долг	470,4	511,8	517,6

Источник: Отчетность корпорации, оценки Уником Партнер

Отметим, что большую часть стоимости корпорации “Иркут” составляют не текущие доходы, а ожидания инвесторов на высокие темпов роста продаж и прибыли в ближайшие годы.

Долговая нагрузка по итогам 2003 года несколько вырос, хотя в его структуре произошли позитивные изменения. Доля краткосрочных долгов в структуре долга снизилась с 82% до 52%. В соответствии с принятой стратегией корпорация постепенно замещает банковские кредиты

Долгосрочный долг представлен корпоративными облигациями. На 2005 год акционеры компании запланировали выпуск еврооблигаций. Заимствования на мировом рынке представляются вполне логичными для компании, которая реализует продукцию по долгосрочным контрактам, в которых фиксируется долларовая цена. Заменяв рублевые облигации долларовыми, Иркут сможет нивелировать валютные риски.

### **Описание инвестиционных рисков**

- a. Риски корпоративного управления достаточно высоки, но и возможности также высоки. Неопределенность будущего корпорации Иркут в составе формирующегося авиастроительного холдинга имеет двойственное значение. А именно Иркут может стать центром формирования авиастроительного холдинга – третьего в мире после EADS и Boeing. Однако тесное сотрудничество с государством, как показывает практика, является признаком низкой эффективности.
- b. Рыночные риски, как было отмечено, являются существенными лишь в отдаленной перспективе. На ближайшие 8 лет компания имеет портфель заказов по военной продукции. Ожидается активизация маркетинговой политики по Бе-200, что должно обеспечить замещение военной продукции.

- c. Риски производства невелики. Существует множество проектов обновления продуктового ряда. Однако переход на новые марки продукции (гражданской) будет постепенным, что позволит исключить технологические риски.
- d. Финансовые риски. Корпорация в ближайшие годы не нуждается в резком увеличении долговых обязательств, так как оборотный капитал финансируется за счет предоплаты и кредиторской задолженности перед платежеспособными иностранными заказчиками.

### **Модель фундаментальной оценки.**

Модель дисконтированных денежных потоков предусматривает активное развитие сегмента гражданского авиастроения в ближайшие несколько лет (самолет-амфибия Бе-200), доля которого в суммарной выручке к 2010 году составит примерно 40%. Доля продаж самолетов четвертого поколения марки СУ с выходом на рынок разработок пятого поколения уменьшится с 75% до 50%. С учетом предполагаемых структурных сдвигов в продажах мы ожидаем, что операционная рентабельность компании в ближайшие 6 лет сохранится на уровне 14,5%.

Среднегодовой рост операционной прибыли на ближайшие 6 лет составит 5,8% в долларовом выражении, а в период стабильного роста этот ключевой показатель увеличивается на 3% в год. Финансовые расходы (процентные выплаты) останутся на стабильном уровне вследствие снижения процентных ставок и ограниченного роста долговых обязательства корпорации. Мы предполагаем, что стоимость заемного капитала для корпорации Иркут в течение ближайшие лет будет снижаться с 14% (текущая стоимость обслуживания кредитов и облигаций) до 9%.

### **Прогнозный отчет о прибылях, \$ млн.**

	2002	2003	2004о	2005п	2006п	2007п	2008п	2009п
Выручка	528	522	705	837,2	987,9	1116	1173	1231
Себестоимость	426	446	588	698	824	930	978	1026
ЕВИГДА	102	76	117	139	164	185	195	205
Амортизация	14	16	18	19	21	22	24	27
ЕВИГ	88	60	99	120	144	163	171	178
Операционная рентабельность	17%	11%	14%	14%	15%	15%	15%	14%
Финансовые расходы	79	75	76	76	67	71	66	65
Прибыль до н/о	9	-15	23	44	77	93	104	113
Налог на прибыль	2	0	6	10	18	22	25	27
Чистая прибыль	7	-15	18	33	58	70	79	86
Чистая рентабельность	1%	-3%	3%	4%	6%	6%	7%	7%

Источник: отчетность корпорации "Иркут", прогноз Уником Партнер

Стоимость собственного капитала составляет 11,85%. На основании прогнозной модели денежных потоков мы рассчитали справедливую стоимость акций "Иркута" – **25,23 руб. (\$0,877)**. В настоящий момент акции компании недооценены на **52,9%**. В соответствии с принятой методикой мы присваиваем акциям Иркут рекомендацию **Активно покупать**. Краткосрочные факторы ценовой динамики акций Иркут являются также чрезвычайно позитивными. До конца ноября компания разместит до 20% акций на NYSE в виде депозитарных расписок первого уровня. Иркут уже получил разрешение от Федеральной службы по финансовым рынкам на выпуск ADR. Вследствие этого, мы считаем, что в краткосрочном периоде цена акций Иркут приблизится к фундаментальной оценке. Краткосрочная рекомендация: **Лучше рынка**.

---

**Управление клиентских операций (Sales Department). Фондовый центр.  
Академия профессиональных инвесторов (Academy of professional investors)**

Юлия Шершина  
(343) 379-41-79

Михаил Мельнов, Елена Пономарева, Екатерина Губанова  
(343) 379-41-71, (343) 379-41-80

**Информационно-консультационный отдел (Financial Advisory Department)**

Наталья Тарлинская  
(343) 379-41-71

**Отдел развития электронной коммерции (E-commerce Department)**

Юлия Шершина  
(343) 379-41-79

**Отдел депозитарного обслуживания (Custody Department)**

Эльвира Раянова  
(343) 379-41-78

**Отдел расчетов (Back Office)**

Елена Карицкая  
(343) 251 62 93

**Отдел торговых операций (Trading Department)**

Дмитрий Черных, Павел Василяди  
(343) 379-41-75

**Отдел доверительного управления (Asset Management Department)**

Дмитрий Черных  
(343) 379-41-75

**Юридический отдел (Law Department)**

Александр Колодкин, Игорь Неруш, Елена Корчинская  
(343) 379-41-89

**Отдел корпоративных финансов (Corporate Finance Department)**

Александр Ларионов  
(343) 379-41-87

Николай Викторов, Антон Машкин, Павел Данилов  
(343) 379-41-87

**Отдел информационных технологий (IT Department)**

Владимир Киселев  
(343) 379-41-77

Алексей Шельпяков, Роман Киранов, Алексей Князев, Ольга Азанова  
(343) 379-41-77

**Аналитический отдел (Research Department)**

Дмитрий Казин, Павел Василяди, Павел Данилов  
(343) 379-41-74

---