



Научно-производственная корпорация «Иркут»	Краткосрочно: лучше рынка Долгосрочно: лучше рынка
Текущая котировка	\$0,675
Расчетная цена	\$1,23
Юрий Росиков, ruv@eufn.ru	
29 марта 2004 г.	

Год	Выручка, US\$млн.	Чистая прибыль, US\$млн.	ЕБИТДА, US\$млн.	P/E	EV/ЕБИТДА
2001	308,1	-2,6	45,6	отр	18,7
2002	528,5	-7,8	102,8	отр	11,1
2003П	520,0	-16,2	33,2	отр	34,2
2004П	800,0	94,3	209,1	6,3	5,7

- На несколько лет компания хорошо обеспечена заказами. Объем портфеля составляет \$4,5 млрд.
- В долгосрочной перспективе неизбежно возобновление крупных закупок военных самолетов Министерством обороны России.
- Менеджмент реализует грамотную стратегию, направленную на освоение новых рынков и диверсификацию выпускаемой продукции, увеличение доли гражданской продукции.
- Перспективы продаж самолета-амфибии Бе-200 выглядят многообещающе.
- Менеджмент компании заинтересован в росте капитализации, который укрепит его позиции при переговорах об условиях вхождения в Объединенную Авиастроительную Компанию и облегчит привлечение финансирования.
- В течение нескольких месяцев компания планирует выпустить глобальные депозитарные расписки на акции, а в долгосрочной перспективе получить листинг на одной из западных бирж.
- На сегодняшний день «Иркут» – единственный крупный представитель российского ВПК, акции которого торгуются на рынке.
- Финансовое положение в 2004 г., как мы ожидаем, значительно улучшится.

Размещение акций

ОАО «Научно-производственная корпорация «Иркут» провело 26 марта публичное размещение своих акций (IPO).

В течение года после размещения акций корпорация планирует получить листинг на Лондонской фондовой бирже.

Размещены принадлежавшие ранее менеджменту компании 204 754 653 обыкновенных акций, что составляет 25,88% уставного капитала. Менеджмент частично восстановит свою долю за счет выкупа новой эмиссии 87 894 653 акций, зарегистрированной ФКЦБ 6 февраля 2004 г. С учетом новой эмиссии объем проведенного IPO составит 23,3% УК. Около 80% средств, вырученных компанией от размещения акций новой эмиссии, планируется использовать для покупки 75,46% акций ОКБ им. Яковлева у его менеджмента.

Общая информация о компании

Научно-производственная корпорация «Иркут» (до декабря 2002 г. носила название «Иркутское авиационное промышленное объединение») является крупнейшим в России частным производителем военных самолетов и сопутствующих услуг. Главным производственным активом является Иркутский авиационный завод, в настоящее время выпускающий самолеты Су-30МКИ. Начиная с 2000 г. компания осуществила несколько приобретений, превратившись в интегрированную холдинговую группу. В состав ее активов входят следующие компании.

Предприятие	Основная деятельность	Доля Корпорации «Иркут»
ОАО «ТАТНТК им. Г. М. Бериева», г. Таганрог	Проектирует и разрабатывает самолеты-амфибии, включая Бе-200.	39,6%
ОАО «Бета Ир», г. Таганрог.	Маркетинг, продажи и поддержка Бе-200	66%
ОКБ «Русская Авионика» (г. Жуковский)	Разработка, проектирование, производство авионики, установка систем управления.	51%
ЗАО «ИТЕЛА» (г. Рыбинск)	Разработка сенсорных датчиков и систем управления	51%
ЗАО «ИркутАвиаСТЭП» (г. Москва)	Разработка и проектирование самолетов, включая многоцелевой транспортный самолет (МТА)	100%
ЗАО «Техсервисавиа» (г. Таганрог)	Внутренний дизайн самолетов	51%

Следует также заметить, что 4% акций ТАТНТК им. Бериева принадлежат Бета Ир, а 14% акций Бета Ир находятся в собственности ТАТНТК им. Бериева.

Кроме того, «Иркут» ведет переговоры о приобретении дополнительно 15% акций ТАТНТК им. Бериева, что позволит довести совокупную долю до 54,2%.

Продукция и услуги военного назначения

Су-30МКИ

Двухместный сверхзвуковой истребитель поколения «4+». Поставляется в Индию по контракту, подписанному в ноябре 1996 г. До 2007 г. должно быть поставлено 32 самолета. Контрактом предусмотрен опцион еще на 10 истребителей.

В декабре 2000 г. подписано соглашение с индийской фирмой Hindustan Aeronautics Limited об организации лицензионного производства в Индии в 2004-2017 г. более 100 Су-30МКИ.

В соответствии с подписанным в августе 2003 г. межправительственным соглашением с Малайзией, «Иркут» поставит в эту страну 18 самолетов Су-18МКМ, являющихся модификацией Су-30МКИ.

Су-27УБ и Су-27УБК

Двухместный учебно-боевой истребитель, представляющий собой улучшенную версию первоначального варианта Су-27, разработанного в середине 80-х гг. Самолеты Су-27УБК экспортировались в Китай, Вьетнам, Эфиопию, страны СНГ.

В настоящее время компания не имеет заказов на самолеты данных типов.

Установка систем комплекса AWACS

ТАНТК им. Бериева совместно с фирмой Israeli Aircraft Industries разработала бортовую систему обнаружения и управления (AWACS), монтируемую на самолет Ил-76. В феврале 2004 г. Israeli Aircraft Industries заключила контракт на поставку трех таких самолетов в Индию на сумму около \$1 млрд. Руководство «Иркута» планирует в течение 2 кварталов 2004 г. заключить договор с Israeli Aircraft Industries на производство системы AWACS на базе самолета Ил-76.

Программы в области приборостроения

Компания проектирует, производит и устанавливает систем управления для модернизации устаревших моделей самолетов.

Стандартный комплект оборудования СУВ-30К для систем управления вооружением может устанавливаться на самолетах многих марок: Су-30КН, Су-27УБ, Су-30, МиГ-29, Л-39, Як-130.

Разработана программа модернизации самолетов Су-27УБ и Су-30К, значительно повышающая их возможности по обнаружению и поражению объектов управляемыми средствами типа «воздух-земля» и «воздух-воздух».

Разработан комплект оборудования КНЕИ-8 для модернизации вертолетов Ми-8/17. В дальнейшем он будет также использоваться для модернизации вертолетов Ми-24/35.

Як-130

ОКБ им. Яковлева, покупку которого планирует «Иркут», разработало современный учебный военный самолет, который в апреле 2002 г. был выбран российскими ВВС в качестве базовой учебно-боевой машины. Предназначен для обучения пилотов, готовящихся управлять истребителями 4-го и 5-го поколения.

Продукция и услуги гражданского и двойного назначения

В настоящее время доля в доходах компании незначительна. В 2002 г. она составила 7%, в 2003 г. – 9%. Одной из стратегических целей «Иркута» является увеличение доли этого вида продукции и услуг для ослабления зависимости от сильно политизированного рынка вооружений.

Бе-200

Многофункциональный самолет-амфибия. Обладает уникальными характеристиками. Выпускается в шести модификациях, предназначенных для тушения пожаров, проведения спасательных операций, транспортировки. Противопожарный вариант способен взять на борт до 12 тонн воды. Процесс заполнения баков занимает 4 минуты на аэродроме и 14 секунд при заборе воды с открытого водоема в режиме глиссирования.

В мае 2000 г. дочерняя компания Бета Ир заключила договор с МЧС России на поставку до 2005 г. 7 самолетов Бе-200 на сумму около \$150 млн. с опционом на покупку еще 8 самолетов. Первый самолет был поставлен в 2003 г.

Многоцелевой транспортный самолет (МТА)

Разрабатывается совместно с Авиастроительным комплексом им. С. В. Ильюшина и индийской компанией Hindustan Aeronautic Limited.

Согласно проектной документации, будет иметь дальность полета до 2500 км., крейсерскую скорость – 870 км/ч, сможет производить взлет и посадку с грунтовых полос. Предполагается использование для транспортировки до 20 тонн груза, для поисково-спасательных работ, эвакуации больных и раненых.

Окончательная сдача в эксплуатацию планируется на 2010 г. Стоимость проекта – \$350 млн., из них 50% внесет Hindustan Aeronautic Limited, 50% – совместно «Иркут», Авиакомплексом им. С. В. Ильюшина и Минобороны РФ.

Беспилотные летательные аппараты

В 2002 г. компания начала разработку многоцелевого беспилотного летательного аппарата (БПЛА). К настоящему времени в НИОКР по данному проекту вложено более \$9 млн. Первые испытания запланированы на 2005 г.

В случае приобретения контрольного пакета акций ОКБ им. Яковлева возможности разработки БПЛА резко расширятся. ОКБ создало несколько таких систем, в том числе самолет тактической разведки «Пчела-1», единственный выпускаемый в настоящее время БПЛА отечественного производства, способный вести разведку и наблюдение.

Автожир А-002

Предназначен для патрулирования, перевозки пассажиров и легких грузов, поисково-спасательных работ, оказания скорой медицинской и технической помощи,

метеоразведки. Поступил в серийное производство в 2002 г. Компания планирует оснастить А-002 автомобильным двигателем.

Производство и поставка комплектующих

В декабре 2003 г. заключен долгосрочный договор с EADS на поставку запчастей и комплектующих для ряда самолетов, в том числе Airbus A320 и A340. Первоначальный объем поставок составит около 3 млн. евро в год. Компания рассчитывает на значительный рост объемов заказов в течение 3-5 лет.

Пассажирский среднемагистральный самолет МС-21

В 2003 г. «Иркут» совместно с Авиакомплексом им. С. В. Ильюшина и ОКБ им. Яковлева выиграл конкурс на разработку регионального реактивного пассажирского самолета вместимостью 130-174 чел. для перелетов на малые и средние расстояния. Предполагается, что этот самолет, получивший наименование МС-21 заменит используемые в настоящее время Ту-154 и Як-42.

Графиком работ предусмотрено, что проектная стадия закончится в 2004-2005 гг., опытные образцы будут изготовлены в 2005-2007 гг., испытания пройдут в 2007-2008 гг., сертификация будет завершена до конца 2008 г. Консорциум рассчитывает получить финансирование от российского правительства в размере \$200 млн. в течение 10 лет. Остальные \$490 млн., необходимые для осуществления НИОКР, предполагается получить от членов консорциума и привлечь в виде кредитов.

Региональный российский самолет (PPC, или RRJ)

Планируемая покупка ОКБ Яковлева сделает «Иркут» участником совместного проекта по созданию среднемагистрального самолета, который должен прийти на смену стареющему парку воздушных судов Ту-134. Кроме ОКБ им. Яковлева в нем участвуют АХК «Сухой», Авиастроительный комплекс им. С. В. Ильюшина, а также компании Boeing и Snecma. Проектом предусматривается разработка трех моделей вместимостью 65, 75 и 95 пассажиров. Начало поставок планируется на 2007 г.

Реализация и маркетинг

Объем продаж компании в последние годы демонстрирует быстрый рост. В 2001 г. он составил \$308 млн., в 2002 г. – \$528 млн., в 2003 г., по предварительной оценке менеджмента, \$520 млн. В 2004 г. компания, на основе уже подписанных контрактов, планирует заработать \$800 млн. В дальнейшем темпы роста сократятся. В качестве ориентира менеджмент рассматривает уровень продаж порядка \$1,5 млрд. к 2010 г. Очевидно, последняя оценка достаточно субъективна.

Портфель заказов в настоящее время весьма внушителен и составляет около \$4,5 млрд.:

Заказчик	Продукция	Общая сумма	Срок исполнения
Министерства обороны Индии и Малайзии	Поставка Су-30МКИ, Су-30МКМ	\$1,3 млрд.	До 2007 г.
Hindustan Aeronautics Limited	Лицензионное производство Су-30МКИ	Более \$3 млрд.	До 2017 г.
МЧС России	Поставка Бе-200	\$152 млн.	До 2005 г.
Производственное предприятие одной из стран СНГ	Поставка комплектующих для Су-27УБ	Более \$50 млн.	До 2005 г.

Если допустить, что выручка от исполнения контрактов будет более или менее равномерно распределяться по годам, то имеющийся портфель, грубо говоря, обеспечивает «Иркуту» доходы на уровне около \$550 млн. в 2004-2007 г. и на уровне \$230 млн. – в 2008-2017 гг. Разумеется, в реальности график исполнения каждого контракта нам неизвестен, но, в целом, понятно, что, по крайней мере до 2007 г. «Иркут» практически гарантированно удержит доходы на уровне не ниже 2002-2003 гг., а до 2017 г. – на вдвое меньшем уровне, даже если не заключит ни одного крупного нового соглашения.

К этому следует добавить большой рынок услуг по модернизации устаревших моделей самолетов.

Перспективы поставок Бе-200 выглядят очень многообещающе. Маркетинговые исследования, проведенные компанией совместно с EADS и Rolls-Royce, показали, что в ближайшие 20 лет емкость потенциального рынка для пожарного варианта самолета может составить 60-70 машин, для иных модификаций – 250-260 машин. По нашей грубой прикидке, заполнение этого рынка обеспечит «Иркуту» доходы, в среднем, на уровне \$335-355 млн. в год в течение 20 лет. По-видимому, именно с Бе-200 «Иркут» может связывать свои надежды на существенное увеличение доли гражданской продукции в объеме реализации.

Достаточно перспективны рынки беспилотных аппаратов, а также комплектующих для EADS и других западных производителей. Оценить их масштабы в настоящее время сложно, но в обозримой перспективе возможные доходы в этих сегментах будут, по-видимому, сильно уступать потенциальной выручке от продаж Бе-200.

Менее понятны перспективы разрабатываемого совместно с Hindustan Aeronautic Limited многоцелевого транспортного самолета (MTA). Еще больше сомнений вызывает совместный с Авиастроительным комплексом им. С. В. Ильюшина и ОКБ им. Яковлева проект среднемагистрального пассажирского самолета МС-21. Участникам проекта необходимо создать самолет, способный конкурировать с современными моделями Boeing и Airbus, преодолев техническое отставание, измеряемое десятилетиями. Разумеется, на российском рынке можно рассчитывать на протекционистскую поддержку правительства, однако этот рынок слишком узок, чтобы сделать проект экономически эффективным.

Согласно результатам предварительного маркетингового исследования, проведенного участниками совместного проекта регионального российского самолета (РРС), участником которого «Иркут» станет в случае покупки контрольного пакета акций ОКБ Яковлева, емкость потенциального рынка для данного самолета может составить до 600 машин в период 2007-2013 гг.

По оценкам «Иркута», в среднесрочной перспективе российским ВВС потребуется около 60 учебных самолетов Як-130. Министерство обороны предварительно заказало 4 опытных образца. Потенциальными рынками сбыта этого самолета могут быть также Индия, Китай, Вьетнам, Алжир и страны СНГ. По оценке специалистов ОКБ Яковлева, до 2014 г. до 2014 г. в вооруженных силах многих стран мира должна произойти замена 2 тысяч самолетов такого класса. ОКБ Яковлева совместно с компанией «Рособоронэкспорт» рассчитывает на 30-40% этого рынка.

Консолидированная финансовая отчетность

Ниже представлены данные консолидированной финансовой отчетности по стандартам ОПБУ США (US GAAP) за 2001-2002 гг. и за 9 месяцев 2003 г., выраженные в тысячах долларов США.

Баланс

Активы	30.09.2003	31.12.2002	31.12.2001
Денежные средства и их эквиваленты	10 948	22 217	122 413
Краткосрочные инвестиции	50 630	71 438	58 566
Дебиторская задолженность за вычетом резерва	8 086	39 806	10 221
Налоги к возмещению и прочая дебиторская задолженность	117 058	95 878	42 883
Товарно-материальные запасы	400 211	206 875	104 294
Расходы будущих периодов и прочие текущие активы	2 333	2 188	3 443
Отложенный НП, краткосрочная часть		2 074	17 959
Итого текущие активы	589 266	440 476	359 779
Основные средства за вычетом амортизации	161 575	152 653	132 830
Нематериальные активы	3 423	2 983	543
Долгосрочные инвестиции	29 667	31 133	28 972
Отложенный НП, долгосрочная часть	2 634	6 873	6 692
Итого активы	786 565	634 118	528 816

Пассивы	30.09.2003	31.12.2002	31.12.2001
Краткосрочные кредиты и займы	538 674	460 330	246 167
Торговая кредиторская задолженность	80 998	18 312	80 207
Авансы полученные	812	851	2 124

Начисленные обязательства	10 307	8 186	14 754
НП и прочие налоги	10 522	8 533	10 678
Прочие краткосрочные обязательства	7 611	4 702	6 052
Отложенный НП, краткосрочная часть	6 329		
Итого краткосрочные обязательства	655 253	500 914	359 982
Долгосрочные кредиты и займы	110 574	104 393	136 045
Итого обязательства	765 827	605 307	496 027
Доля меньшинства		890	3 826
Обыкновенные акции	84 183	84 183	29 004
Собственные акции, выкупленные по себестоимости			(7 015)
(Начисленные убытки)/(Нераспределенная прибыль)	(63 445)	(56 262)	6 974
Итого собственный капитал	20 738	27 921	28 963
Итого обязательства, собственный капитал и доля меньшинства	786 565	634 118	528 816

Отчет о прибылях и убытках

	30.09.2003	31.12.2002	31.12.2001
Доходы от основной деятельности	367 696	528 481	308 146
Себестоимость продукции и услуг	(217 139)	(343 903)	(229 872)
Валовая прибыль	150 557	184 578	78 274
Расходы на НИОКР	(12 603)	(29 802)	(11 986)
Налоги, кроме НП	(6 272)	(7 712)	(7 668)
Коммерческие, общие и административные расходы	(59 654)	(46 896)	(14 348)
Расходы на социальные нужды	(3 144)	(5 755)	(6 927)
Техническое обслуживание и ремонт	(6 269)	(4 828)	(4 697)
Прочие доходы и расходы по основной деятельности, нетто	(3 799)	(1 228)	(1 318)
Операционная прибыль	58 816	88 357	31 330
Расходы на уплату процентов, нетто	(48 466)	(72 588)	(38 375)
Убытки от инвестиций	(351)	(1 471)	(1 888)
Доля в убытках зависимых компаний	(632)	(1 483)	(316)
Убытки от курсовых разниц	(754)	(3 539)	(1 577)
Прибыль (убытки) до учета налогов и доли меньшинства	(8 613)	(9 276)	(10 826)
Расходы по текущему налогу на прибыль	(1 718)	(1 728)	(4 577)
(Расходы)/доход по отложенному налогу	(12 642)	(15 704)	10 767
Итого (расходы)/доход по налогу на прибыль	(14 360)	(17 432)	(6 190)
Убытки до учета доли меньшинства	(5 747)	(8 156)	(4 636)
Доля меньшинства	890	348	2 068
Чистые убытки	(4 857)	(7 808)	(2 568)

Отчет о движении денежных средств

	30.09.2003	31.12.2002	31.12.2001
Чистый убыток	-4 857	-7 808	-2 568
Неденежные статьи	37 364	20 593	-5 982
Поток денежных средств от операционной деятельности до учета изменений в оборотном капитале	32 507	12 785	-8 550
Изменения в оборотном капитале	-117 385	-248 424	-6 030
Чистый поток денежных средств от операционной деятельности	-84 878	-235 639	-14 580
Чистый поток денежных средств от инвестиционной деятельности	-7 552	-31 916	-33 944
Чистый поток денежных средств от финансовой деятельности	80 605	168 927	169 721
Эффект изменения курсов валют	330	-1 490	-1 247
Чистое увеличение (уменьшение) денежных средств и их эквивалентов	-11 495	-100 118	119 950

Структура акционерного капитала

До проведения дополнительной эмиссии акций уставный капитал компании был равен 2 373 155 625 руб. и разделен на 791 051 875 обыкновенных акций номинальной стоимостью 3 руб. каждая.

Менеджмент компании контролировал прямо или косвенно в общей сложности более 80% акций. Из этого количества 63,18% приходилось на 10 человек, доля каждого из которых превышала 1%. Самым крупным пакетом (26,77%) владел президент компании А. И. Федоров.

Непосредственно в результате проведенного IPO доля 10 крупнейших акционеров сократилась с 63,18% до 38,60%. После выкупа 87 894 653 акций дополнительной эмиссии она частично восстановится, составив 44,25%.

При этом, в случае получения согласия МАП, доля А. И. Федорова составит после выкупа эмиссии 20,11%. В противном случае она уменьшится до менее, чем 20% путем распределения небольшой части акций среди других менеджеров.

Оценка акций

По нашему мнению, акции «Иркут» относятся к классу бумаг, сочетающих высокий риск с высоким потенциальным доходом. В планах компании – увеличение выручки до \$1,5 млрд. к 2010 г. Если считать такой результат предопределенным, оценка сегодняшней стоимости акций Иркут составит более \$3 за акцию. Реально, однако, достижение такого результата, как мы считаем, хотя и не исключен, но далеко не гарантирован. И здесь решающую роль должно сыграть не столько развитие экспорта, сколько постепенное возобновление масштабных закупок авиатехники Министерством обороны России.

Внутренний российский рынок вооружений, на сегодняшний день, впрочем, практически отсутствующий, полностью закрыт для иностранных производителей. Поэтому при размещении заказов Министерства обороны конкурентами Корпорации Иркут могут стать лишь российские производители: входящие в структуру холдинга «Сухой» КНААПО, НАПО, а также РСК МиГ. Ситуация еще более упростится в случае успешного создания Объединенной Авиастроительной Компании, в которую предполагается включить практически все предприятия российской авиапромышленности, как военной, так и гражданской. В этом случае возможны два варианта. Если «Иркут» станет частью большого авиастроительного холдинга, его продукция будет гарантирована определенная рыночная ниша. В случае перехода на единую акцию, нынешние акционеры «Иркут» станут совладельцами компании, полностью контролирующей российский рынок. Руководство компании подчеркивает, что при участии в планируемой консолидации российской авиапромышленности для него абсолютным приоритетом будет рост стоимости акций.

Поэтому мы считаем возможным просто исходить из того, что «Иркут» автоматически получит определенную долю российского рынка военных самолетов по мере его возникновения. Такой подход не выглядит излишне оптимистичным.

Мы рассмотрим два сценария, которые условно назовем «оптимистичным» и «реалистичным».

В обоих сценариях мы будем считать, что расходы на НИОКР, как фундаментальные, так и по текущим проектам, в течение прогнозного периода останутся на уровне 2002 г., составив в совокупности \$70,6 млн.

Согласно нашему прогнозу, амортизация будет расти в той же пропорции, что и основные средства, коммерческие и административные расходы составят ту же долю в выручке, что и в 2002 г., расходы на социальные нужды останутся неизменными, на техническое обслуживание и ремонт – вырастут в 2003 г. и после этого стабилизируются. Расходы на уплату процентов будут изменяться пропорционально объему финансового долга, налог на прибыль будет уплачиваться по ставке 25%.

«Оптимистичный» сценарий предполагает, что менеджменту компании удастся достичь заявленного ориентира и довести выручку до \$1,5 млрд. в 2010 г. Для определенности мы будем предполагать, что объем выручки, достигнув \$800 млн. в 2004 г., будет равномерно увеличиваться, достигнув в 2010 г. величины \$1,5 млрд.

«Реалистичный» сценарий исходит из следующих посылок:

- выручка от контракта по лицензионному производству самолетов Су-30МКИ в Индии будет поступать равномерно в течение 2005-2017 гг.;
- выручка от контрактов на поставку Су-30МКИ в Индию и Су-30МКМ в Малайзию будет распределяться по годам следующим образом: 2004 г. – \$575 млн., 2005 г. – \$325 млн., 2006 и 2007 гг. – по \$225 млн.;
- выручка от контрактов на поставку семи Бе-200 МЧС России и на поставку комплектующих для Су-27УБ одной из стран СНГ поступит равными частями в 2004 и 2005 гг.;

- в соответствии с результатами маркетингового исследования, проведенного совместно с EADS и Rolls-Royce, объем рынка всех модификаций Бе-200 может составить до 2020 г. 310-330 машин, что соответствует средней реализации за этот период на уровне \$337-355 млн. Мы предполагаем, что уровень выручки \$337 млн. будет достигнут к 2010 г.;
- доход от реализации комплектующих, модернизации самолетов и прочей продукции и услуг вырастет примерно на 10% относительно 2002 г. и стабилизируется на этом уровне;
- поставки для Министерства обороны России начнут существенно расти после 2005 г. и достигнут к 2010 г. \$291 млн.

Последнее предположение нуждается в дополнительном пояснении. В последние годы военный бюджет России был очень низок как в абсолютных цифрах (\$7,2 млрд. в 2003 г. и \$8,9 млрд. в 2004 г.), так и в процентах от ВВП (менее 1,7%). Такая ситуация не является нормальной. Она объясняется последствиями тяжелого экономического кризиса, пережитого в 1990-х гг. Мы полагаем, что по мере нормализации экономической ситуации военный бюджет будет расти, и ожидаем, что к 2010 гг. от составит около 3% ВВП. Даже такой уровень является умеренным по стандартам развитых стран. Экстраполируя на 2008-2010 гг. сценарные условия экономического развития России, подготовленные МЭРТ, мы получаем прогноз ВВП в 2010 г. на уровне \$970 млрд. Тогда военный бюджет может составить \$29,1 млрд. Если предположить, что по крайней мере 10% из этой суммы придется на закупки военной техники, а 10% от суммы заказов получит «Иркут», мы и получим искомые \$291 млн.

Расчет стоимости акции компании, соответствующий каждому из двух сценариев, выглядит следующим образом.

	«Оптимистический» сценарий	«Реалистический» сценарий
Ставка дисконта	13%	13%
ДДП основного бизнеса 2004-2010, US\$ млн.	326	84
Темпы роста свободного денежного потока в 2011 г.	5,0%	5,0%
Нормальное значение NOPLAT в 2011 г., US\$ млн.	387	209
Продленная стоимость основного бизнеса, US\$ млн.	2 975	1 605
Стоимость основного бизнеса, US\$ млн.	3 301	1 689
Чистый долг, US\$ млн.	604	604
Расчетная стоимость компании, US\$ млн.	2 697	1 085
Число акций	878 946 528	878 946 528
Расчетная цена акции	\$3,07	\$1,23

Хотя «реалистический» сценарий тоже основывается на предпосылках, хотя и вероятных, но не гарантированных (заказы для Минобороны, спрос на Бе-200), мы считаем возможным принять его как основу для оценки акций. В случае успеха хотя бы одного из проектов: Як-130 (при условии успешной покупки ОКБ Яковлева), МТА, МС-21, РРС (см. раздел «Продукция») будут получены значительные доходы, не учтенные в нашей оценке.

При текущей рыночной цене \$0,675 за акцию бумаги имеют потенциал роста 83%. Исходя из этого, мы присваиваем долгосрочную оценку «лучше рынка».

Мы также присваиваем аналогичную краткосрочную оценку, исходя из следующих мотивов:

- следует ожидать, что, по крайней мере, в ближайшие несколько месяцев андеррайтеры будут поддерживать котировки акций Корпорации «Иркут» из соображений собственного престижа;
- менеджмент компании заинтересован в росте капитализации, который укрепит его позиции при переговорах об условиях вхождения в Объединенной Авиастроительной Компании и облегчит привлечение финансирования. Приватизация остающихся в собственности государства 14,7% акций Корпорации «Иркут», что могло бы заинтересовать менеджмент в снижении капитализации, не планируется;
- в течение нескольких месяцев компания планирует выпустить глобальные депозитарные расписки на акции, а в долгосрочной перспективе получить листинг на одной из западных бирж;

- предполагается увеличение числа независимых директоров с одного до четырех-пяти;
- на сегодняшний день «Иркут» – единственный крупный представитель российского ВПК, акции которого торгуются на рынке. Это обстоятельство, а также увеличение free-float в результате публичного размещения акций, несомненно, будут подогревать интерес к бумагам компании. Акции «Икрута» имеют шанс стать «модными»;
- финансовое положение в 2004 г., по-видимому, значительно улучшится;