



18 октября 2005 г.

RESEARCH

АвтоВАЗ: угроза иностранцев

Российский автопром продолжает переживать не лучшие времена. Но все же у него есть свой лидер - АвтоВАЗ, на который приходится большая доля рынка продаж новых российских автомобилей. Постепенно АвтоВАЗ теряет свои позиции, что ускорилось после принятия в начале 2005 года постановления Правительства РФ «О внесении изменений в Таможенный тариф РФ в отношении автокомпонентов, ввозимых для промышленной сборки». Согласно документу, режим промышленной сборки автомобилей из импортных компонентов предполагает обнуление или снижение с 15% до 3% пошлины на импортные комплектующие. Для получения льготы завод должен подписать инвестиционное соглашение с Правительством (максимум на семь лет), взяв обязательство организовать за 1.5–2.5 года сварку, окраску и сборку кузова иномарки при проектной мощности не менее 25 тысяч автомобилей в год с постепенной локализацией производства комплектующих на территории РФ. Иностранные автопроизводители воспользовались изменением законодательства для прихода на растущий и не обремененный конкурентоспособной национальной продукцией российский рынок. Последствия: продажи новых иностранных автомобилей в 1 пол. 2005 года выросли на 54% относительно аналогичного периода 2004 года, заняв 35% всего рынка. Доля АвтоВАЗа по причине снижения продаж за этот период сократилась с 41.1% до 38.5%.

Продажи автомобилей на российском рынке по сегментам, %

	2001	2002	2003	2004	1H05
Новые автомобили российских марок	67.7	62.5	60.5	56.9	50.9
автомобили Лада	53.6	48.7	47.5	45.3	42.3
сборки АвтоВАЗа	48.4	41.6	42.6	41.1	38.5
другие отечественные автомобили	14.2	13.8	13.0	11.6	8.6
Автомобили иностранных марок	32.3	37.5	39.5	41.8	49.1
новые	5.8	7.8	15.1	26.7	35.0
подержанные	26.5	29.6	24.4	15.1	14.1
Всего	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Основной риск в настоящее время для дальнейшего развития АвтоВАЗа представляет приход на российский рынок иностранных производителей, вследствие чего автозавод вынужден работать в условиях жесткой конкуренции. Амбициозные планы западных автопроизводителей относительно их деятельности на российском рынке могут привести к тому, что к 2007 году сравняется объем продаж иностранных автомобилей российской сборки и моделей АвтоВАЗа.

Промышленная сборки иностранных автомобилей на территории России

Завод	Марка автомобиля	Выпуск в 2004 г., тыс. шт	Планируемый выпуск в 2006 г., тыс. шт
Ford	Ford	29.70	60
GM-АвтоВАЗ	Chevrolet Niva, Chevrolet Viva	55.15	75-100
Автотор	KIA, BMW, Chevrolet, Hummer	14.62	50
ТАГАЗ	Hyundai	30.00	70
АвтоФраМос	Renault	-	60
Иж-Авто	KIA	0.59	30

Свои заводы в России уже запустили Ford и GeneralMotors, ОАО АвтоФраМос приступил к сборке Renault Logan, на Таганрогском автозаводе собирают модели Nissan, Иж-Авто на мощностях Ижевского завода проводит промышленную сборку KIA Spectra, а Северсталь-Авто подписала инвестиционное соглашение с корейским автопроизводителем SsangYong. О своих планах прихода на рынок заявили машиностроительные гиганты Volkswagen и DaimlerCrysler, к которым присоединились китайские и корейские производители недорогих автомобилей. Японский лидер Toyota объявил о своей готовности вложить \$1 млрд для строительства завода под Санкт-Петербургом. Общие инвестиции в организацию производства Toyota в России могут составить \$4 млрд, учитывая договоренность автопроизводителя с ЕБРР и администрацией Санкт-Петербурга. Экономические власти РФ с энтузиазмом заявляют о приходе значительных инвестиций в российскую автомобильную промышленность, а иностранные производители полагают, что динамичный рынок России сможет поглотить масштабный приток новых автомобилей.

Столь значительный рост продаж обеспечен ростом доходов населения. К тому же в России низкий показатель отношения автомобилей на душу населения, что говорит о перспективности роста парка автомобилей.

Число легковых автомобилей на 1000 человек населения РФ (штук)

2001	2002	2003	2004
139	148	153	159

Лишь в 7 регионах России это отношение превышает уровень в 200 машин на 1000 жителей: на Камчатке, в Калининградская обл., в Москва и Московская обл., ХМАО, Санкт-Петербурге и Сахалинской обл. Есть регионы, где оно опускается ниже 100.

Данный уровень значительно ниже показателя владения автомобилями как в Западной, так и в Восточной Европе, и даже ниже показателей стран Балтии.

Число легковых автомобилей на 1000 жителей населения в России и некоторых европейских странах, 2004 г (штук)

Германия	539
Великобритания	441
Греция	380
Эстония	374
Чехия	358
Латвия	298
Польша	291
Венгрия	256
Россия	159

Правительство РФ прогнозирует увеличение отношения числа легковых автомобилей на 1000 жителей населения России к 2010 г до 245. В Концепции развития автомобильной промышленности РФ до 2010 г, одобренной Правительством, прогнозируется увеличение рынка легковых автомобилей с 1.5 млн машин, проданных в 2004 г., до 2.2-2.5 млн штук к 2010 г., т.е. рост составит значительные 50-60%. Это совпадает с нашими прогнозами роста рынка легковых автомобилей, и дальнейший расчет потенциала роста производства АвтоВАЗа будет опираться на полученные цифры.

Почему же при столь благоприятной ситуации на рынке АвтоВАЗ снижает объемы продаж и производства? В 1 кв. 2005 г. продажи АвтоВАЗа снизились на 9%. Компания оправдала спад отложенным спросом населения и прогнозировала рост продаж в весенние и летние месяцы. Действительно, к сентябрю разрыв в 9% относительно продаж прошедшего года сократился до 2%, однако снижение объемов реализации сохранилось. В мае руководство АвтоВАЗа было вынуждено снизить план производства на 2005 г на 4% - с 730 тыс. автомобилей до 690 тыс. (в 2004 году было произведено 718 тыс. автомобилей). Снижение объемов продаж АвтоВАЗа происходит на фоне заявлений иностранных производителей о

росте продаж: по итогам 9 мес. 2005 года Ford увеличил объемы продаж на 40%, Volkswagen – на 55%, BMW - на 36%. В связи с ростом доходов россияне не только покупают больше автомобилей, но они предпочитают машины иностранного производства российскому и согласны переплатить, но получить более комфортный автомобиль. К тому же, переплачивать приходится все меньше.

Разрыв в ценах между автомобилями ВАЗовского производства и самыми дешевыми моделями иностранного производства, в особенности, промышленной сборки на территории РФ, постоянно снижается. Автоконцерны придерживаются политики низких цен на стадии входа на рынок, а также стимулируют рост продаж через автокредитование.

Средняя цена на автомобили на сентябрь-октябрь 2005 г., \$

Lada 2110	8 100
Lada 2120	8 600
Lada Kalina	9 000
Lada Priora	10 000
Chevrolet Niva	12 000
Chevrolet Viva	16 000
Ford Focus	от 11 000
Daewoo Matiz	8 600
Renault Logan	10 500
Hyundai Getz	10 850
KIA Spectra	12 000

В условиях жесткой конкуренции автозавод не имеет возможности резко поднимать цены и пытается не выходить из ценового коридора в \$10 тыс. У иностранных производителей потенциал снижения цен также сокращается. В подобной ситуации дальнейшее положение автозавода зависит от его собственных действий, от его способности предложить покупателю конкурентоспособный товар, а также сделать свою деятельность менее затратной и более рентабельной.

К 2010 г АвтоВАЗ планирует почти полностью обновить свой модельный ряд. Через 2 года с конвейера уйдет «классика» и «десятка», а к 2010 г – Нива и семейство Самара. Из нынешних моделей останется только Lada Kalina, а также Lada Priora, производство которой планируется начать в 2006 году. К 2009 г АвтоВАЗ планирует запустить выпуск концептуально новой модели, работа над которой, однако, еще не началась. В настоящее время решается, будет ли компания выпускать ее самостоятельно или совместно с General Motors. Однако уже заявлено, что цена на автомобиль не должна будет превышать \$10 тыс. Мы полагаем, что АвтоВАЗ не сможет удержаться в установленном ценовом коридоре. Показателем в данном случае опыт совместного предприятия GM-АвтоВАЗ по выпуску модели Chevrolet Viva, спроектированной на базе Opel. Объявленная вначале цена на автомобиль в \$12-13 тыс. впоследствии была поднята до \$13-17 тыс. и воспринята рынком как слишком завышенная. Продажи не оправдали прогнозы автозавода, и уже в июле начали поступать первые сообщения о целесообразности снятия модели с производства. С подобной же ситуацией АвтоВАЗ может столкнуться уже при выпуске на рынок Lada Priora и тем более при выпуске нового автомобиля в 2009 г., потому что разработка концептуально новой модели потребует значительных капитальных затрат.

Риск потери доли рынка АвтоВАЗом на сегодняшний день страхуется его доминирующим положением в регионах. Рост доходов населения в регионах отстает от роста благосостояния в крупных центрах, таких как Москва и Санкт-Петербург. Вследствие этого, спрос на автомобили более эластичный, что не позволяет иностранным автопроизводителям занять значительную долю рынка. К тому же российские производители имеют преимущество в области сервисного обслуживания и по уровню цен на запчасти. Иностранные производители еще не достигли достаточной доли локализации, чтобы предлагать дешевые запчасти. Для преодоления этих препятствий им понадобится, по крайней мере, 4-5 года - время, в течение которого АвтоВАЗ имеет шанс подготовиться к защите своих позиций.

АвтоВАЗ должен не только модернизировать свой модельный ряд, но и улучшить показатели деятельности. Автозавод одним из последних среди российских автопроизводителей начал задумываться

над политикой снижения издержек и проведения реструктуризации. Ульяновский и Горьковский заводы уже проводят изменения в структуре компаний, чтобы оставить у себя лишь собственные автосборочные производства. Северсталь-Авто, например, значительно сократила в 2004 году издержки и отчиталась о самых лучших показателях работы среди российских автопроизводителей. На собрании акционеров АвтоВАЗа в мае 2005 г. руководство компании объявило о разрабатывании предложений по выводу непрофильных активов в самостоятельные компании, что должно сократить издержки. Однако сроки начала реструктуризации еще не обозначены, и до конца 2005 г решение, скорее всего, принято не будет. В опубликованном в сентябре 2005 г. информационном меморандуме к размещению второго выпуска кредитных нот АвтоВАЗ объявил, что уже в 2005 г общезаводские затраты снизятся на 20%, а потом будут снижаться на 10% ежегодно. Однако впоследствии было разъяснено, что заявление касательно только коммерческих и административных расходов. В октябре 2005 г. предприятие утвердило программу сокращения издержек, разработанную совместно с А.Т.Kearney. Она рассчитана на 3 года и позволит сократить затраты на 10%, что составит \$500 млн. Дальнейшая деятельность автозавода покажет, сможет ли менеджмент предприятия справиться с реализацией разработанных предложений по снижению издержек и повышению рентабельности.

Сравнительный анализ автопроизводителей показывает, что АвтоВАЗ является недооцененным не только относительно иностранных компаний-аналогов, но и относительно российских автозаводов.

**Сравнительный анализ ОАО АвтоВАЗ
с иностранными и российскими автопроизводителями (на 2004 г)**

компания	страна	P/E	P/S	EV/EBITDA
Ford	США	6.92	0.16	8.23
GM	США	8.24	0.12	10.70
DaimlerChrysler	США	13.48	0.25	6.13
Volkswagen	Европа	17.29	0.12	5.80
Audi	Европа	10.84	0.34	2.23
Renault	Европа	4.60	0.40	7.76
Hyundai	Юж.Корея	7.50	0.23	6.44
KIA	Юж.Корея	6.40	0.22	6.34
ГАЗ	Россия	2.50	0.10	3.29
Северсталь-Авто	Россия	7.80	0.57	3.90
средний по миру		9.41	0.23	6.70
средний по России		5.15	0.34	3.60
АвтоВАЗ	Россия	4.80	0.14	1.70
приведенная цена относительно среднего по миру				\$55.91
приведенная цена относительно среднего по России				\$44.45

Мы полагаем, что сравнительный подход к оценке компании достаточно приближенно отражает показатели деятельности, так как не учитывает некоторые важные уникальные характеристики в структуре деятельности конкретной компании, позиционировании на национальных рынках, капитализации и т.д. К тому же расчеты модели основываются на прошлых финансовых показателях работы компании и не учитывают перспективы развития. Мы полагаем, что АвтоВАЗ находится в более тяжелом положении и столкнется с более жесткой конкуренцией на своем национальном рынке, чем западные компании-аналоги. Поэтому в нашей модели расчета справедливой стоимости АвтоВАЗа мы использовали сравнительный подход к определению стоимости компании в большей мере для визуализации масштабности недооценки компании и значительного потенциала качественного улучшения деятельности. Для получения более сбалансированной оценки мы рассчитали стоимость компании методом дисконтированных денежных потоков. Данный расчет основывается на ряде предположений, влияющих на исходный результат.

- 1) Объем продаж легковых автомобилей в России вырастет к 2010 г. до 2.2-2.5 млн штук.
- 2) Доля АвтоВАЗа на рынке легковых автомобилей будет продолжать сокращаться и к 2010 г. составит 25%, что будет равно объему продаж в 600 тыс. машин в год.
- 3) Средняя цена на автомобиль превысит \$10 тыс. (в настоящее время средневзвешенная цена автомобиля АвтоВАЗа равна \$7 тыс., но значительный рост стоимости связан с обновлением модельного ряда и отказом от выпуска таких дешевых моделей, как «классика» - Лада 2105 и Лада 2107, а также Лада 2121 Нива).
- 4) Долговая нагрузка АвтоВАЗа будет продолжать увеличиваться по причине потребности в финансовых средствах для разработки новой модели автомобиля, что отразится на потоках свободных средств. В настоящее время объем долга превышает \$580 млн. Хотя займы и кредиты составляют 10.2% от активов, что является невысоким уровнем доля заемных средств, объем долга значителен при рассмотрении ее с позиции возвратности, т.е. относительно получаемых прибылей.

Свободные денежные потоки продисконтированы по ставке 12%. Мы посчитали целесообразным к расчетной величине средневзвешенной ставки стоимости собственного и заемного капитала WACC, равной 10.13%, добавить премию за риск компании 1.8%, учитывая рост рискованности вложений в российский автопром. Модель рассчитывается на основе данных МСФО.

Прогноз финансовых показателей АвтоВАЗа, \$ млн

	2004	2005*	2006*	2007*	2008*	2009*	2010*
Выручка	5 785	6 019	6 383	6 833	7 286	7 844	8 458
Операционные затраты	4 818	5 051	5 354	5 729	6 130	6 620	7 150
Операционная прибыль	968	969	1 029	1 105	1 157	1 225	1 309
Чистая прибыль	160	141	151	164	177	188	200
Капиталовложения	314	245	245	262	262	262	279
FCFF	2	54	64	59	72	83	78
DCFF	2	46	50	35	35	40	28

Исходя из этих результатов, справедливая стоимость обыкновенных акций на основе модели дисконтированных денежных потоков равна \$20.4 за акцию.

Взвешенная оценка справедливой стоимости акций АвтоВАЗа рассчитывается с использованием следующих весов:

- приведенная цена относительно среднего по миру	\$55.9 x 0.40
- приведенная цена относительно среднего по России	<u>\$44.5 x 0.60</u>
- итого: цена, рассчитанная на основе сравнительного метода	\$49.0 x 0.30
- стоимость на основе DCF	<u>\$20.4 x 0.70</u>
	\$29.0

Таким образом, справедливая стоимость акций компании равна **\$29.0**, потенциал роста – 20%. Справедливая стоимость привилегированных акций автоконцерна составляет **\$24.15**, потенциал роста – 18%. Мы выставляем рекомендацию **Покупать** по обоим типам акций АвтоВАЗа.

Ольга Шкред
ИК «Файненшл Бридж»

Настоящий документ составлен на основе информации, полученной из официальных общедоступных источников, надежность которых общепризнанна и в достоверности которых нет оснований сомневаться. Специальных исследований, направленных на выявление фактов недостоверности указанной информации, не проводилось. Аналитические выводы и заключения, представленные в настоящем документе, являются мнением специалистов ООО Инвестиционная Компания «Файненшл Бридж». Информация, содержащаяся в данном документе, ни при каких условиях не может рассматриваться как предложение или рекомендация по покупке или продаже ценных бумаг, представление гарантий или обещаний будущей эффективности (доходности) деятельности на рынке ценных бумаг. За достоверность информации, лежащей в основе настоящего документа, и за последствия решений, принятых Вами на основе настоящего документа, ООО Инвестиционная Компания «Файненшл Бридж» ответственности не несет.



ООО Инвестиционная Компания «Файненшл Бридж»
109028, г. Москва, Малый Ивановский переулок, д.7-9, стр.1,
офисный центр «Ноев ковчег», 3 этаж
Телефон/Факс: (095) 956-68-85, (095) 956-68-86
info@SuperBroker.ru
www.SuperBroker.ru

Аналитический отдел:

Клещев Станислав
Васильев Игорь
Филатова Ирина
Шкред Ольга