

## Специальный комментарий

# Группа ГАЗ: противоречивая отчетность за 1П 2011 и планы по выпуску евробондов

Вчера крупная российская машиностроительная компания – Группа «ГАЗ» (ГАЗ) – опубликовала отчетность по МСФО за 1П 2011 г. Топ-менеджмент также заявил о рефинансировании долгов в конце 2011 г.; снизил прогноз производства на текущий год на фоне возможной второй волны кризиса, а также сообщил о возможности размещения еврооблигаций для финансирования инвестпрограммы, которая в 2012 г. может составить около RUB10 млрд.

Опубликованная вчера отчетность, хотя и порадовала нас положительной динамикой выручки (+39%), EBITDA и выходом чистой прибыли в зону положительных значений (RUB1.5 млрд.), убедила нас в том, что кредитное качество ГАЗа достаточно уязвимо.

Несмотря на достижение уровня EBITDA в RUB5.0 млрд. и рентабельность под 10%, ГАЗ имеет огромный долг, который, в общем-то, только рефинансируется и пролонгируется, но не погашается. Так, сокращение совокупного уровня долга на балансе компании не превысило 2.5%. Можно отметить определенные успехи компании в деле рефинансирования долгов при помощи госбанков. В конце года ГАЗ намеревается привлечь кредит от ВТБ на RUB38 млрд. (более 90% всего финансового долга), которым будет замещен реструктуризационный синдицированный кредит от российских и иностранных банков на посткризисных условиях.

Финансовая ситуация у ГАЗа с точки зрения денежных потоков хуже, чем это может показаться по отчету о прибылях и убытках: из-за опережающего роста запасов чистый операционный денежный поток компании составляет всего RUB1.8 млрд., что почти в 3 раза меньше EBITDA. Собственных денежных потоков производителя не хватает даже на выплату процентов по финансовому долгу (RUB3.3 млрд.), не говоря об инвестпрограмме. В итоге в 1П 2011 г. ГАЗ активно «сдувал» накопленную подушку ликвидности, сократив ее с RUB4.8 млрд. до незначительных RUB1.7 млрд.

Рефинансирование синдицированного кредита является еще одним кредитным риском, так как «развязывает» компании руки в части инвестиционных расходов. Напомним, что они были ограничены ковенантой, которая предусматривала очень номинальный сарех в размере RUB1 млрд. Предвкушая отмену этого ограничения, топ-менеджмент ГАЗа говорит уже о цифре в RUB10 млрд. на 2012 г. Мы полагаем, что операционного денежного потока, даже после самых оптимистичных предпосылок по изменению рабочего капитала, не хватит на инвестпрограмму, и ГАЗ будет только дальше наращивать долг. Косвенно, это признает и сама компания, говоря о возможном финансировании капитальных расходов за счет публичного долга.

Появление ВТБ в качестве доминирующего кредитора ГАЗа, с одной стороны, упростит заемную «жизнь» компании, для которой трудность достижения условий посткризисной реструктуризации своих долгов в 2009–2011 гг., очевидно, стала очень большим испытанием. С другой стороны, позиции и фактическая субординация облигационеров новых гипотетических облигаций явно ухудшатся, и в стресс-сценарии им не стоит надеяться на привилегированные условия по отношению ко всем прочим кредиторам, как это было в случае «мягкой» реструктуризации рублевых облигаций Газ-Финанс-1 на RUB5.0 млрд.

Леонид Игнатьев  
+7 495 647-23-60  
[leonid.ignatiev@trust.ru](mailto:leonid.ignatiev@trust.ru)

Любопытно, что рассуждения о стресс-сценарии не являются исключительно нашими аналитическими умозаключениями. Вчера топ-менеджмент сделал заявление об официальном сокращении плана по выпуску легких коммерческих автомобилей (LCV) на 2011 г. на фоне возможной второй волны кризиса. LCV – пожалуй, самая значимая категория продукции компании. И пусть в годовом выражении сокращение прогноза не слишком велико (менее 5%), в ноябре–декабре производственный план компании по LCV сокращен на 17% для снижения рисков. В части 2012 г. компания готовится к худшему, допуская, что авторынок может снизиться или же останется на уровне 2011 г. Заметим, что важной частью товарной продукции Группы ГАЗ является тяжелая техника и автобусы. Спрос на них при неблагоприятной экономической конъюнктуре падает даже больше, чем на LCV. Это наглядно доказали события 2008–2010 гг.

Высокая текущая долговая нагрузка (показатель «Долг/ЕБИТДА» в 1П 2011 г. составляет 3.8х), возврат к активной инвестиционной политике на фоне наблюдаемых и предполагаемых кризисных явлений в отрасли не предполагает почвы для улучшения кредитного качества компании в 2012 г. В этой связи очень интересными мы сочли заявления представителей ГАЗа, имеющие отношение к публичным долговым рынкам. Самым ярким из них можно признать заявление о возможном выходе на рынок евробондов для финансирования инвестпрограммы в 2012 г.

Мы едва ли можем представить себе условия, при которых для Группы ГАЗ был бы возможен выпуск еврооблигаций, предназначенных для рыночных инвесторов. Даже небольшим объемом, эквивалентным рублевой сумме в RUB10 млрд. Являясь представителем 3-го эшелона, ГАЗ не имеет ни рейтингов, ни 100%-ной положительной публичной кредитной истории, ни государственного участия в капитале, которое могло бы хоть как-то компенсировать риски высокой долговой нагрузки и отсутствия стабильных денежных потоков.

Учитывая наш краткий портрет кредитного качества Группы ГАЗ по состоянию на ноябрь 2011 г., мы не видим предпосылок для выхода компании и на рынок публичного внутреннего долга, если речь, конечно, не идет о закрытом и/или нерыночном размещении. В сентябре 2011 г. ГАЗ зарегистрировал 4 выпуска номинально 10-летних облигаций на общую сумму RUB22 млрд., таким образом зарезервировав для себя опцию по эмиссии локальных бондов в течение года. Вопрос реальной рыночной стоимости таких заимствований в 2012 г. даже при выставлении оферты в 1–1.5 года остается пока для нас абсолютно открытым.

Насколько мы можем судить, самым оптимальным и вероятным для компании является опора на банковский кредит/кредиты, срочность которых может достигать 3–5 лет. При этом возможное улучшение финансового профиля с большой долей вероятности может сопровождаться ступенчатым понижением стоимости обслуживания долга. В этом смысле очень показательным будет ставка по 38–миллиардному кредиту от ВТБ в конце 2011 г. Как показывает недавний рыночный опыт, ухудшение макроэкономической среды для компании, очевидно, не заставит банки отказаться от поддержки компании. В то же время публичные рынки будут показывать на порядок большую избирательность, в особенности для эмитентов (включая ГАЗ), которые во время недавнего кризиса допускали дефолт.

Группа ГАЗ	NR
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Выручка, RUB млрд.	52.1
ЕБИТДА margin	9.5%
Долг/ЕБИТДА	3.8

## Дирекция анализа долговых рынков

[research.debtmarkets@trust.ru](mailto:research.debtmarkets@trust.ru)

+7 495 789-36-09

## Дирекция финансовых рынков

[sales@trust.ru](mailto:sales@trust.ru)

+7 495 647-25-92

## Руководитель дирекции

**Леонид Игнатьев**

+7 495 647-23-60

[leonid.ignatiev@trust.ru](mailto:leonid.ignatiev@trust.ru)

## Руководитель управления торговли

**Андрей Труфакин**

+7 495 789-60-58

[andrey.trufakin@trust.ru](mailto:andrey.trufakin@trust.ru)

## Макроэкономика и стратегия

**Роман Дзугаев**

+7 495 647-23-64

[roman.dzugaev@trust.ru](mailto:roman.dzugaev@trust.ru)

## Руководитель управления продаж

**Александр Хлопецкий**

+7 495 647-28-39

[aleksandr.khlopetsky@trust.ru](mailto:aleksandr.khlopetsky@trust.ru)**Алексей Тодоров**

+7 495 647-23-62

[aleksey.todorov@trust.ru](mailto:aleksey.todorov@trust.ru)

## Управление продаж

**Олеся Курбатова**

+7 495 647-25-90

[olesya.kurbatova@trust.ru](mailto:olesya.kurbatova@trust.ru)**Иван Синельников**

+7 495 789-36-09

[ivan.sinelnikov@trust.ru](mailto:ivan.sinelnikov@trust.ru)**Артем Петросьян**

+7 495 647-25-67

[petrosyan.artem@trust.ru](mailto:petrosyan.artem@trust.ru)

## Кредитный анализ

**Юлия Сафарбакова**

+7 495 647-23-59

[yulia.safarbakova@trust.ru](mailto:yulia.safarbakova@trust.ru)**Яна Шнайдер**

+7 495 647-25-74

[yana.shnayder@trust.ru](mailto:yana.shnayder@trust.ru)**Дмитрий Турмышев**

+7 495 647-25-89

[dmitry.turmyshev@trust.ru](mailto:dmitry.turmyshev@trust.ru)**Петр Макаров**

+7 495 647-25-77

[petr.makarov@trust.ru](mailto:petr.makarov@trust.ru)

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленная информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах.

Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка.

Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правилах 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и принимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Дирекции анализа экономики и финансовых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данному ценному бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженными в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Дирекции анализа экономики и финансовых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.