

Облигации ООО «ГАЗ - финанс»

Красникова М.
Богословский Д.

Основные финансовые показатели
консолидированной отчетности Группы ГАЗ по МСФО
(млн. руб.)

	6 мес.2005	9 мес.2005	2005*
Выручка	38868	62397	87000
EBITDA	3930	6185	8904
Чистая прибыль	1204	2026	2900
Активы	36331	36241	35990
Валовая рентабельность	17,5	18,1	18,1
Рентабельность по EBITDA	10,1	9,9	10,2
Рентабельность по чистой прибыли	3,1	3,2	3,3
Долг/EBITDA	1,2	1,1	1,0
Долг/Активы	0,3	0,3	0,2
Долг/Собственный капитал	0,8	0,7	0,6

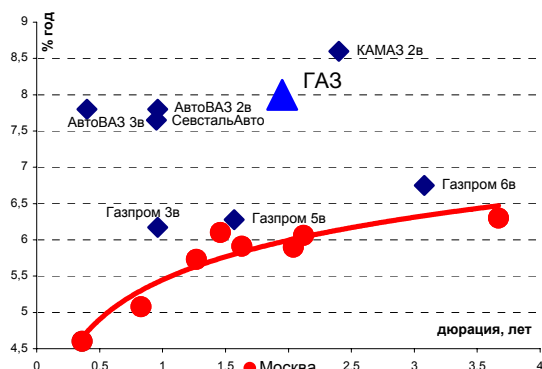
* - оценка

Источник: Группа ГАЗ

Параметры облигационного займа

Гос. регистр. номер	4-01-36115-R
Эмитент	ООО "ГАЗ-финанс"
Поручители	ОАО "ГАЗ"
Номинал займа	5 000 000 000 рублей
Организаторы	АКБ "СОЮЗ" (ОАО) ЗАО ИК "Тройка Диалог"
Срок обращения	1 820 дней (5 лет)
Способ размещения	Открытая подписка
Цена размещения	Определяется на аукционе
Купонный период	182 дня
Ставка купонного дохода	1 купон - на конкурсе 2,3,4 купон - равен 1 купону 5-10 купоны - определяет эмитент

Позиционирование облигационного займа



Источник: АКБ «СОЮЗ»

РЕЗЮМЕ

14 февраля состоится размещение дебютного выпуска ООО «ГАЗ-финанс» на 5 млрд. рублей. Обеспечение по облигациям предоставит Группа ГАЗ – крупнейшее в России после «Автоваза» объединение компаний автомобилестроения.

По своему кредитному качеству облигации ООО «ГАЗ-финанс» могут стать новым ориентиром (benchmark) среди бумаг российских компаний перерабатывающих отраслей промышленности.

Мы высоко оцениваем кредитоспособность Группы ГАЗ по 5 причинам:

- ⇒ Группа ГАЗ занимает лидирующие позиции на перспективных сегментах автомобильного рынка (автобусы, легкие коммерческие грузовики, грузовые автомобили);
- ⇒ Компании Группы ГАЗ имеют существенное конкурентное преимущество по себестоимости;
- ⇒ Большинство предприятий Группы ГАЗ демонстрируют положительную динамику показателей производственной деятельности;
- ⇒ Группа успешно осуществила реструктуризацию и подготовила в 2005 году отчетность по МСФО;
- ⇒ Финансовое состояние Группы ГАЗ стабильно. Долговая нагрузка не высока, при этом показатели рентабельности превышают среднеотраслевые значения.

В тоже время, мы обращаем внимание инвесторов на следующие факторы:

- ⇒ Со вступлением России в ВТО конкуренция на автомобильном рынке и на рынке автобусов может усилиться;
- ⇒ В отличие от других российских компаний Группа ГАЗ пока не осуществляет совместных проектов с иностранными автопроизводителями, что в перспективе может негативно отразиться на конкурентоспособности ее продукции;
- ⇒ Оценка финансовых показателей Группы возможна только за последние два квартала, что затрудняет горизонтальный анализ финансового состояния Группы.

Позиционирование займа

Мы оцениваем справедливую доходность облигаций ООО «ГАЗ-финанс» в размере 7.9-8.1% годовых.

С учетом того, что заем ГАЗа является дебютным, и существует риск отсутствия торгов в период регистрации займа, доходность облигаций на аукционе может сложиться выше оцененного нами справедливого уровня.

Общая характеристика эмитента и поручителя по займу

- Группа ГАЗ – крупнейшее в России после «Автоваза» объединение предприятий автомобилестроения. Группа входит в пятерку мировых производителей автобусов, занимает седьмое место в мире по выпуску легких коммерческих автомобилей и является ведущим российским производителем среднетоннажных грузовых автомобилей, специальных транспортных средств, дизельных двигателей и автокомпонентов.
- Группа ГАЗ завершила свое образование в конце 2005 года, вследствие консолидации дочерних предприятий «РусПромАвто». По итогам реструктуризации в состав Группы ГАЗ вошли 18 основных компаний, включая 11 промышленных предприятий, торговые дома и торгово-закупочные организации. На сегодняшний день управление Группой осуществляет 100 % дочерняя структура ОАО «ГАЗ» - ООО «Управляющая компания РусПромАвто».
- Компании Группы ГАЗ занимают устойчивые позиции на российском рынке и обеспечивают экспортные поставки в страны СНГ и дальнего зарубежья. По данным за 2004 год на долю предприятий Группы ГАЗ приходилось 54 % российского рынка легких коммерческих автомобилей, 52 % - легких грузовиков, 58 % - микроавтобусов, 51 % - среднетоннажных грузовиков, 72 % автобусов соответственно.
- Несмотря на стагнацию отечественного автомобилестроения, которая наблюдалась в 2005 году, динамика производственных показателей предприятий Группы ГАЗ оставалась положительной. По предварительным итогам 2005 года компаниями Группы ГАЗ было произведено: 139,7 тыс. единиц легких коммерческих автомобилей (+ 8,3 % к 2004 году), 23,74 тыс. единиц среднетоннажных грузовых автомобилей (+13,4 % к 2004 году), 18,67 тыс. единиц автобусов (+15,83 % к 2004 году), 60,74 тыс. единиц дизельных двигателей (+4,4 % к 2004 году).
- В 2005 году Группа ГАЗ осуществила ряд действий по улучшению качества корпоративного управления. В частности, была проведена реструктуризация холдинга с соблюдением прав миноритарных акционеров, подготовлена консолидированная отчетность по МСФО, разработаны основные элементы стратегии развития до 2011 года.
- По данным консолидированной отчетности за 6 месяцев 2005 года, финансовое состояние Группы ГАЗ можно охарактеризовать как стабильное. По итогам 1 полугодия выручка Группы составила 38,8 млрд. рублей, чистая прибыль 1,2 млрд. рублей. Валовая рентабельность Группы ГАЗ (17,54 %) оказалась выше, чем у других компаний автомобильной отрасли (за исключением ОАО «Северсталь-Авто»). Долговая нагрузка ГАЗ также остается на низком уровне. По данным на начало 2006 года общая сумма займов и кредитов составила около 8,8 млрд. рублей, отношение долга к EBITDA находится на уровне 1.

ООО «ГАЗ - финанс» - компания SPV, зарегистрированная 27.10.2005 с целью реализации программ по привлечению инвестиций для ОАО «ГАЗ».

Таблица 1. Анализ преимуществ, недостатков, возможностей и угроз.

Преимущества	Недостатки
Лидирующие позиции Группы ГАЗ на рынках производимой продукции	Ограниченные инвестиционные возможности Группы для полномасштабной модернизации основных производственных фондов
Наличие преимущества по цене по сравнению с другими зарубежными и российскими производителями	Наличие отдельных устаревших моделей в модельном ряде предприятий Группы ГАЗ
Положительная динамика производственных и финансовых показателей	Риски, связанные с введением новых экологических стандартов
Возможности	Угрозы
Высокая потенциальная емкость рынка коммерческих автомобилей и автобусов в России	Риски государственного регулирования отрасли автомобилестроения
Сотрудничество с ведущими международными производителями	Неблагоприятная ценовая конъюнктура (рост цен на металлы, нефть и нефтепродукты)
Обновление модельного ряда и выпуск автокомпонентов	Усиление конкуренции и приход на рынок иностранных производителей

Источник: АКБ «СОЮЗ» (ОАО)

Управление

В 2005 году на базе активов ОАО «РусПромАвто» в результате реструктуризации был создан крупный диверсифицированный автомобильный холдинг – Группа ГАЗ. По состоянию на 31.12.2005 основным акционером ОАО «ГАЗ», контролирующим 71,85 % акций общества являлось ОАО «Русские машины». Остальные 28,15 % акций были распределены среди миноритарных акционеров.

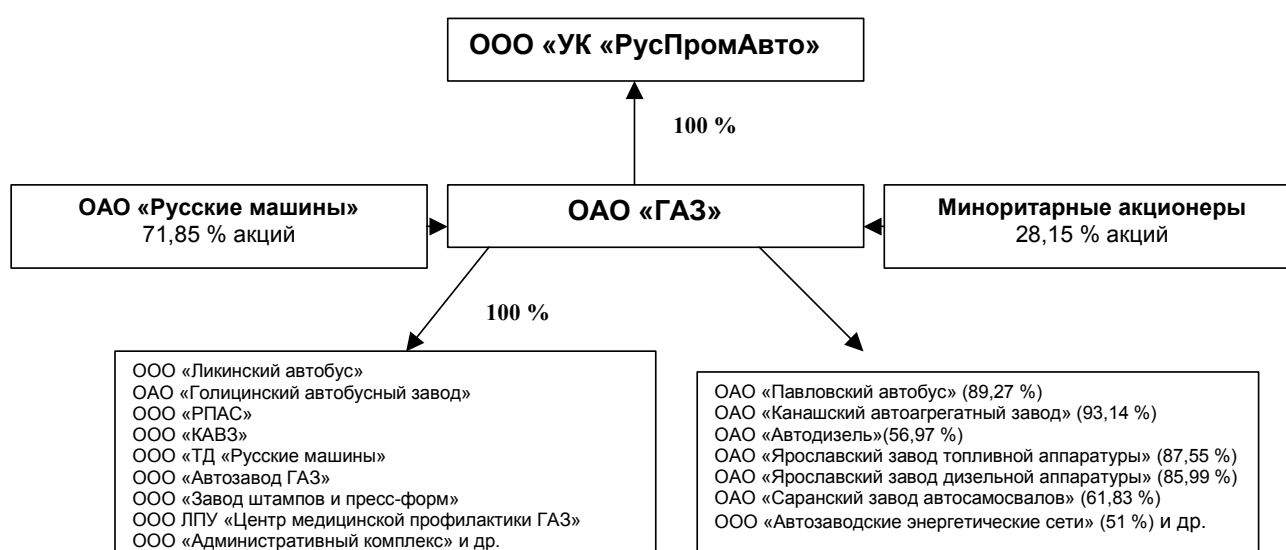
На текущий момент ОАО «ГАЗ» контролирует деятельность 18 основных дочерних обществ, включая 11 промышленных предприятий, торговые дома и торгово-закупочные компании. В четырех из производственных предприятий ОАО «ГАЗ» имеет 100% долю участия, еще в шести – контрольный пакет (схема приведена ниже). Для управления всеми активами Группы ГАЗ была создана компания ООО «Управляющая компания РусПромАвто», генеральным директором которой является Авдеев М.М. Кроме того, впервые в истории российского автомобилестроения на должность управляющего в отечественный холдинг был приглашен иностранный менеджер – 35 летний Эрик Эберхадсон, до этого работавший в компании Volvo. Летом 2005 года он занял пост заместителя генерального директора УК «РусПромАвто» по стратегическому развитию.

В совет директоров ОАО «ГАЗ» входит 11 человек, часть из которых представляет компанию «Базовый элемент». Члены Совета Директоров определяют стратегию Группы ГАЗ и несут ответственность за ее выполнение. На сегодняшний день стратегия Группы (до 2011 года) включает 7 ключевых задач, в том числе задачи:

- ⇒ по завершению реструктуризационных процессов в Группе (выделение сборочного производства, инфраструктуры, системы продаж и сервисного обслуживания);
- ⇒ по минимизации издержек;
- ⇒ по увеличению рыночной доли Группы ГАЗ;
- ⇒ по расширению модельного ряда;
- ⇒ по повышению качества продукции;
- ⇒ по обеспечению долгосрочного стратегического развития;
- ⇒ по развитию стратегического партнерства с мировыми производителями.

Успешная реализация стратегии будет способствовать созданию в России мощного автомобилестроительного концерна ГАЗ, способного стать одним из крупнейших игроков на мировом рынке коммерческих автомобилей.

Схема 1. Структура собственности.



Источник: информационный меморандум

Производство

Группа выпускает широкий спектр коммерческого автотранспорта и автокомпонентов в России и СНГ в следующих классах и секторах рынка:

- ⇒ легкий коммерческий автотранспорт («Газель», «Соболь» и др.);
- ⇒ среднетоннажные грузовые автомобили («Газон», «Садко», «Валдай»);
- ⇒ автобусы (ПАЗ, ЛИАЗ);
- ⇒ легковые автомобили («Волга»);
- ⇒ дизельные двигатели («ЯМЗ»).

Производственные мощности ОАО «ГАЗ» формируются промышленными площадками следующих компаний:

- ⇒ ОАО «ГАЗ»;
- ⇒ ООО «Автозавод ГАЗ»;
- ⇒ ОАО «Саранский завод автосамосвалов»;
- ⇒ ОАО «Павловский автобус» (включая ООО «ПАЗ»);
- ⇒ ООО «Ликийский автобус» (включая ООО «ЛиАЗ»);
- ⇒ ООО «Курганский автобусный завод»;
- ⇒ ОАО «Голицынский автомобильный завод»;
- ⇒ ОАО «Канашский автоагрегатный завод»;
- ⇒ ОАО «Автодизель» (Ярославский моторный завод);
- ⇒ ОАО «Ярославский завод дизельной аппаратуры»;
- ⇒ ОАО «Ярославский завод топливной аппаратуры».

За последние годы в компаниях Группы ГАЗ произошла существенная модернизация сборочных производств. В настоящее время Группа обладает относительно новыми площадками, оснащенными современным оборудованием, а также располагает собственным производством ключевых автокомпонентов. На большинстве предприятий Группы ГАЗ внедрены системы коммерческого учета потребляемых энергоресурсов, что позволяет закупать их по наиболее выгодным ценам. При этом 75% потребляемой Группой электроэнергии обеспечено собственными генерирующими мощностями (ТЭЦ мощностью 580 МВт).

Предприятиями Группы ГАЗ был реализован ряд новых, успешных продуктовых проектов, в частности:

- проект Газель (ПМ 2,8-3,5 т),
- проект по выпуску среднетоннажных грузовых автомобилей ГАЗ-3310 Валдай;
- запуск полной продуктовой линейки автобусов;
- серийное производство дизельных двигателей стандарта Евро-2.

Таблица 2. Динамика производства основных видов продукции Группы ГАЗ в натуральных показателях в 2002-2005 гг.

	2002	2003	2004	2005
Легковые автомобили	65648	56996	65686	51855
Легкие коммерческие автомобили	118929	130317	128914	139672
Среднетоннажные грузовые автомобили	13558	15770	20934	23743
Автобусы	13287	14679	16121	18673
Дизельные двигатели	53049	50498	58195	60742

Источник: Группа ГАЗ

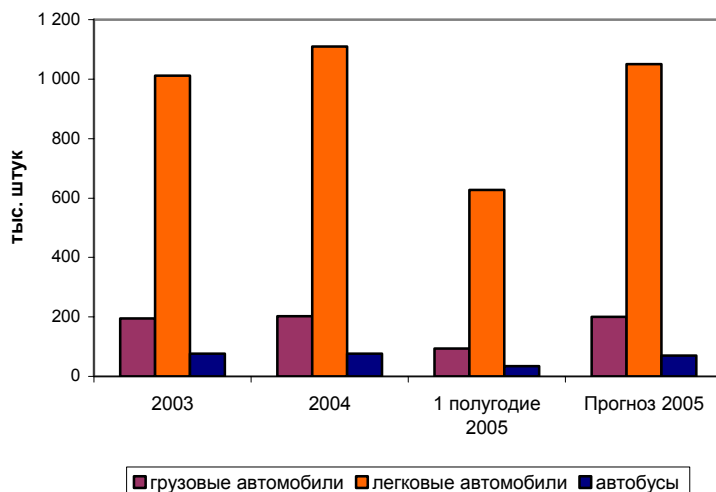
Позиции на рынке

Отрасль автомобилестроения с начала 2005 года переживает глубокую стагнацию. Практически все российские заводы были вынуждены снизить производство собственных моделей в полтора-два раза. При этом емкость внутреннего рынка автомобилей увеличивается экспоненциальными темпами за счет роста спроса на автомобили иностранных марок.

Конечно, внутри отрасли наблюдается определенная сегментация. Наибольший ущерб в результате падения потребительского спроса на отечественную продукцию понесли производители легковых автомобилей. В тоже время потребительский спрос на тех сегментах рынка, на которых осуществляют свою деятельность компании Группы «ГАЗ», остался достаточно стабильным и даже возрос по отдельным позициям.

На сегодняшний день, стоит признать, что позиции компаний Группы ГАЗ значительны и устойчивы на рынках легкого коммерческого автотранспорта, среднетоннажных грузовых автомобилей, автобусов.

Динамика производства автомобилей и автобусов в России в 2003-2005 гг.



Рынок грузовых автомобилей

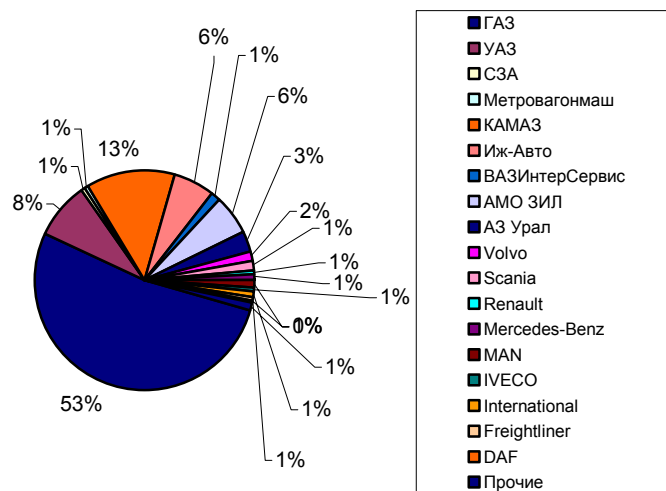
Основные тенденции:

- активизация работы компаний с корпоративными клиентами;
- развитие альтернативных форм реализации автомобилей (лизинг, trade-in, товарный кредит);
- проведение мероприятий по повышению качества;
- переход на новые стандарты «Евро-3».

Емкость рынка грузовых автомобилей в натуральном выражении увеличилась в 2004 году на 4 %. Наиболее активные участники рынка среди российских компаний: ОАО «КАМАЗ», ОАО «ГАЗ», ОАО «УАЗ». Доля Группы «ГАЗ» на рынке грузовых автомобилей по итогам 2004 года оценивается в 53 %.

Однако, стоит отметить, что все компании – участники рынка работают в разных нишах рынка и производят автомобили разной грузоподъемности. Основная часть потребления грузовых автомобилей приходится на долю юридических лиц. Поэтому спрос на грузовики гораздо менее эластичен, чем на легковые машины, и эффект замещения на иномарки практически не заметен. Более того, российские производители имеют значительный экспортный потенциал, в основном в страны СНГ, Азии, Африки, Латинской Америки.

Структура рынка грузовых автомобилей в 2004 году



Рынок автобусов

Основные тенденции:

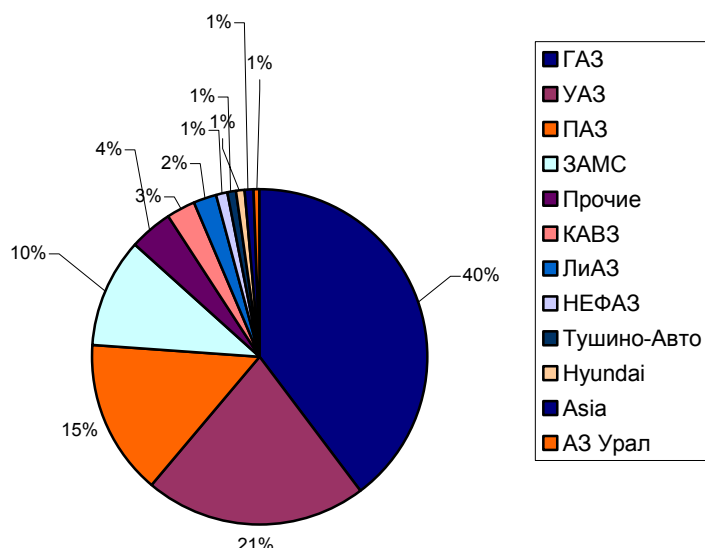
- подготовка российских производителей к реформе общественного транспорта;
- консолидация акций крупнейших производителей автобусов на базе ОАО «ГАЗ»;
- проведение мероприятий по повышению качества и переход на стандарты «Евро-3».

В течение пяти последних лет автобусостроение оставалось самым динамичным сектором автопрома. Начиная с 1999-го ежегодный рост производства составлял в среднем 11%. Однако в 2004 году ситуация изменилась. По данным АСМ-холдинга, в сравнении с 2003 годом выпуск автобусов на полпроцента снизился. В 2004 году было произведено 76,2 тыс. машин.

Потребителями автобусов, также как и грузовых автомобилей являются юридические лица. При этом у большинства муниципальных перевозчиков средств на обновление парка нет. Крупные частные компании начали менять микроавтобусы на более серьезные машины, а рынок малых и особо малых моделей уже насыщен.

Группа ГАЗ уже много лет остается безусловным лидером по производству автобусов в России. По разным оценкам на долю Группы приходится 72-75 % рынка. Автобусы предприятий ООО «ГАЗ», ОАО «ПАЗ», ОАО «ЛиАЗ» пользуются спросом во всех российских регионах, экспортируются в страны СНГ.

Структура рынка автобусов в 2004 году



Рынок легковых автомобилей

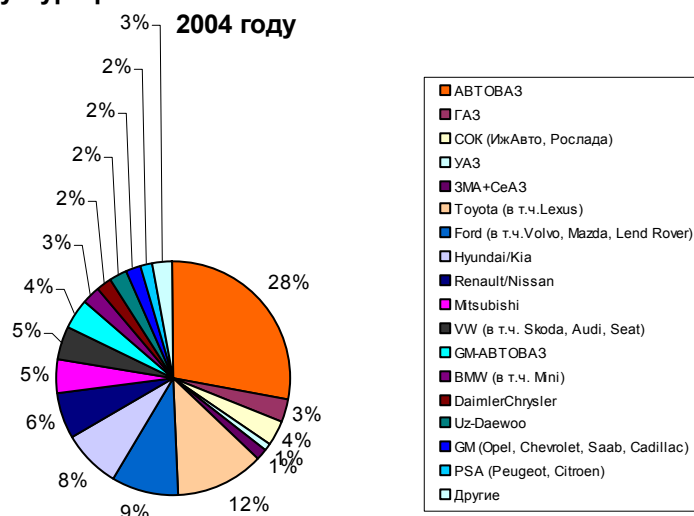
Основные тенденции:

- Быстрый рост емкости рынка за счет продаж иномарок;
- Создание альянсов и развитие новых производств иномарок на территории России;
- Обострение ценовой конкуренции;
- Развитие новых форм реализации автомобилей (автокредитование, trade-in и др.)
- Развитие дистрибьютерских сетей.

Основными игроками российского рынка легковых автомобилей являются отечественные компании и предприятия, осуществляющие сборку иномарок на территории России. По данным АСМ-Холдинга, в 2004 году на долю трех крупнейших российских корпораций (ОАО «Автотаз», ОАО «ГАЗ», Группы «СОК») пришлось около 35 % продаж. При этом шесть ведущих иностранных производителей (Toyota, Ford, Hyundai/Kia, Renault/Nissan, Mitsubishi, VW) осуществили в России продажи на 6,7 млрд долларов (50 % рынка).

Экспансия зарубежных компаний на отечественный рынок продолжилась в 2005 – 2006 гг. Три крупных западных производителя уже организовали производство (GM, Ford (завод Всеволожск), Renault («Москвич»)). Еще три компании Toyota, Volkswagen, DaimlerChrysler заявили о планах прихода в Россию. Кроме автопроизводителей развитых

Структура рынка легковых автомобилей в 2004 году



стран, активно сотрудничать с отечественными предприятиями намерены корейская Kia, Nissan и Hyundai, а также китайские автосборщики.

В условиях жесткой конкуренции с иностранными производителями Группа ГАЗ намерена продолжать производство автомобилей «Волга» до полного исчерпания их коммерческого потенциала, предусматривая при этом возможность замещения модельного ряда моделью потенциального партнера или прекращения его выпуска.

Финансы

Анализ финансового состояния Группы ГАЗ был проведен на основании данных консолидированной промежуточной сокращенной про-формы финансовой отчетности по МСФО за 6 месяцев 2005 года и проформы основных консолидированных результатов деятельности Группы ГАЗ за 9 месяцев 2005 года. В целом, мы можем признать, что финансовое состояние Группы ГАЗ стабильно. К основным положительным моментам относятся: высокие основные финансовые показатели (выручка, прибыль, коэффициенты рентабельности) и умеренная долговая нагрузка.

Выручка и операционные результаты

За два отчетных периода отмечается общее увеличение выручки компаний Группы и двухкратное увеличение чистой прибыли. По данным консолидированной отчетности наибольший объем поступлений от продаж приходится на сегмент «автомобили», далее «моторы/топливная аппаратура», «автобусы». При этом самым рентабельным в Группе ГАЗ является направление «моторы/топливная аппаратура» и «автобусы».

В целом, следует отметить, что показатели рентабельности Группы ГАЗ достаточно высоки. Рентабельность по валовой прибыли за 9 месяцев 2005 года составила 18,1 %, рентабельность по EBITDA 9,91 %. По данным за 1 полугодие 2005 года среднеотраслевые показатели валовой рентабельности находились на уровне 10%.

Ликвидность

Ликвидность Группы ГАЗ умеренна. Более того, за последние 9 месяцев можно констатировать постепенное улучшение основных коэффициентов ликвидности.

Значение коэффициента текущей ликвидности постепенно увеличивается и на 01.09.05 составляет 0,9, что несколько ниже рекомендуемого для этого показателя интервала (от 1,5 до 3). Значение коэффициента мгновенной ликвидности также постепенно увеличивается и на 01.09.05 было равным 0,27 и находилось в рамках рекомендуемого интервала. Таким образом, предприятия Группы в настоящий момент вряд ли столкнутся с проблемами при обслуживании своих краткосрочных обязательств. Тем более, это очевидно при текущей небольшой долговой нагрузке.

	6 мес.2005	9 мес.2005
Выручка	38868	62397
Валовая прибыль	6817	11287
EBITDA	3930	6185
Чистая прибыль	1204	2026
Активы	36331	36242
Собственный капитал	10852	11663
Платный долг	9031	8377
Краткосрочный долг	8296	7671
Показатели рентабельности		
Валовая рентабельность	17,54	18,09
Рентабельность по операционной прибыли	5,91	6,06
Рентабельность по EBITDA	10,11	9,91
Рентабельность по чистой прибыли	3,10	3,25
Показатели деловой активности		
Оборачиваемость активов	2,14	2,30
Оборачиваемость запасов	9,41	10,40
Оборачиваемость собственного капитала	7,16	3,70
Показатели ликвидности		
Коэффициент покрытия	0,83	0,90
Коэффициент быстрой ликвидности	0,23	0,27
Оборачиваемость дебиторской задолженности	18,17	10,14
Долговая нагрузка		
Долг/EBITDA	1,2	1,1
Долг/Активы	0,3	0,3
Долг/Собственный капитал	0,8	0,7

Долговая нагрузка

Несмотря на высокую рентабельность производственной деятельности, Группа ГАЗ активно использует различные виды долговых заимствований. По состоянию на 01.01.2006 года общая сумма займов и кредитов Группы составила 8,8 млрд. рублей. Отношение долга к EBITDA составило по данным за 3 квартала 1,1 (достаточно низкий показатель), отношение долга к платным активам 0,3.

Основная часть долговых обязательств Группы ГАЗ является краткосрочной. Пик погашений приходится на первую половину 2006 года. Поэтому размещение облигационного займа на 5 млрд. рублей и рефинансирование с помощью полученных средств краткосрочных обязательств представляется для нас логичным и будет способствовать существенному улучшению временной структуры кредитного портфеля.

Таблица 3. График погашения долговых обязательств Группы ГАЗ.

	до 31.03.2006	до 30.06.2006	до 30.09.2006	до 31.12.2006	до 31.03.2007	до 30.06.2007
Кредиты						
Погашение, руб	1 795 852 262	2 393 933 279	1 420 400 000	1 753 000 000	-	-
Погашение, \$	3 491 291	-	-	-	1 110 466	-
Займы						
Погашение, руб	43 940 465	505 125 236	1 691 660			
Погашение, \$	250 000	250 000	250 000	10 250 000	250 000	13 750 000

Источник: Группа ГАЗ

Сравнительный анализ

На сегодняшний день на рынке корпоративного долга обращаются бумаги 5 компаний российского автомобилестроения. Среди них облигации таких предприятий, как ОАО «АВТОВАЗ», ОАО «Ижмаш-Авто», ОАО «КАМАЗ», ОАО «Павловский автобус» (Группа «ГАЗ»), ОАО «Северсталь-Авто». Из перечисленных компаний три являются производителями легковых автомобилей, одно предприятие специализируется на выпуске автобусов, еще одна компания на выпуске грузовых автомобилей. В феврале 2006 года дополнительно к данным эмиссиям на рынке будут размещены облигации ООО «ГАЗ – финансы» (Группа ГАЗ).

Результаты сравнительного анализа автомобилестроительных компаний свидетельствуют о том, что наиболее привлекательными с точки зрения кредитоспособности являются новый займ ООО «ГАЗ-финансы» и бумаги «Автоваза». Средним кредитным риском обладают облигации ОАО «Иж-Авто», ОАО «КАМАЗ» и ОАО «Северсталь-Авто».

При оценке компаний мы учитывали тот факт, что *отраслевые риски* эмитентов в 2005 году существенно возросли. Наблюдалось снижение производства отечественных моделей, некоторые компании были вынуждены объявить о приостановке конвейеров. Стагнация отрасли сопровождалась динамичным ростом емкости внутреннего автомобильного рынка за счет высоких темпов роста продаж иномарок. В 2005 году на государственном уровне были созданы все условия для организации сборочных производств международных компаний. В связи с этим мы выделили перспективы тех предприятий, которые либо уже стали выпускать зарубежные модели, либо заявили о планах сотрудничества с иностранными автопроизводителями.

Параллельно мы провели сравнительный анализ рисков по четырем группам факторов:

- **Позиции на рынке.** Наиболее устойчивые позиции на рынках производимой продукции занимают Группа ГАЗ (рынок легкого коммерческого автотранспорта и автобусов) и ОАО «Автоваз» (рынок легковых автомобилей). Однако, мы считаем, что в перспективе рынок отечественных легковых автомобилей ожидает стагнация и в этом случае ОАО «Автоваз» может столкнуться с серьезным кризисом сбыта.
- **Производственная деятельность.** Динамика показателей производственной деятельности «Иж-Авто» и «Северсталь-Авто» в 2005 году была негативна. Кризис спроса на отечественные бренды заставил эти компании снять с конвейеров ряд устаревших моделей и заменить их иномарками отечественной сборки. В тоже время предприятия таких групп как ГАЗ и КАМАЗ продолжили выпуск отечественных моделей.
- **Система управления.** Мы нейтрально оцениваем риски управления в крупнейших российских компаниях. Часть из них – Группа ГАЗ, «Северсталь-Авто» - в 2005 году сделали ряд важных шагов для улучшения качества корпоративного управления и завоевания доверия инвесторов. В таких компаниях как Автоваз и КАМАЗ сейчас сильны позиции государства. На наш взгляд, перспективы формирования государственной автомобилестроительной корпорации, кто бы ни вошел в состав данной корпорации, не окажет негативного влияния на кредитоспособность эмитентов долгового рынка.
- **Финансовое состояние.** На наш взгляд, по масштабам бизнеса и по динамике основных финансовых показателей, среди всех автомобилестроительных предприятий выделяются Группа ГАЗ и Автоваз. Однако по сравнению с Автовазом ГАЗ имеет гораздо более высокую рентабельность и низкую долговую нагрузку.

Эмитент	Риск					
	Рынок	Производство	Управление	Финансы	Перспективы	Общая оценка кредитного риска
Автоваз	↓	↔	↔	↓	↔	LOW
ГАЗ	↓	↓	↔	↓	↔	LOW
Иж-Авто	↔	↔	↔	↑	↓	MIDDLE
КАМАЗ	↓	↓	↔	↓	↔	MIDDLE
Северсталь-Авто	↑	↑	↓	↓	↓	MIDDLE

↓ - риски ниже, чем в среднем по отрасли

↔ - соответствует среднеотраслевому уровню

↑ - риски выше, чем в среднем по отрасли

ОАО «Автоваз» обладает относительно высокой кредитоспособностью благодаря масштабам своей производственной деятельности. Наличие диверсифицированного модельного ряда, тесные контакты с иностранными производителями и мощные лоббистские возможности на государственном уровне, позволяют предположить, что этот эмитент выполнит все свои обязательства по долговым бумагам. В тоже время, мы считаем, что у ОАО «Автоваз» высоки риски потери рыночных позиций и риски сбыта уже готовой продукции. Высокая конкуренция со стороны иностранных производителей и активное развития сборочных производств иномарок в России уже оказали негативное влияние на спрос автомобильной продукции ОАО «Автоваз». Не исключено, что в среднесрочной перспективе эта тенденция сохранится.

Группа «ГАЗ» осуществляет свою деятельность на менее конкурентных рынках. Благодаря низкой себестоимости производства и развитой дилерской сети ГАЗа его автобусы и грузовики защищены от конкуренции со стороны новой импортной продукции. На сегодняшний день они соперничают лишь с поддержанными иномарками. Неудивительно, что производственная деятельность Группы в целом характеризуется положительной динамикой, что отражается и на благоприятных финансовых результатах.

ОАО «Иж-Авто» пока остается не прозрачной компанией. Однако этот эмитент имеет четкие перспективы производственной деятельности (уже началось производство Kia Spectra), обновленные основные фонды и разветвленную дилерскую сеть.

ОАО «КАМАЗ» - один из наиболее крупных производителей средне - и крупнотоннажных грузовиков в Европе. На сегодняшний день эта государственная компания финансово устойчива и удерживает лидирующие позиции на рынке крупнотоннажных грузовиков. В 2006 году будет осуществлена продажа части акций данного предприятия, и пока не известно, кто станет собственником «КАМАЗ».

ОАО «Северсталь-Авто», на наш взгляд, сопряжена с определенными производственными и сбытовыми рисками. ОАО «УАЗ», дочернее предприятие ОАО «Северсталь-Авто», специализирующееся на производстве автомобилей, уже третий год подряд снижает объемы выпуска продукции в натуральном выражении. Вторая компания Группы ОАО «ЗМЗ» (производство двигателей) в своей сбытовой деятельности полностью зависит от ОАО «ГАЗ» (Группа ГАЗ). Производственные риски «Северсталь-Авто» должны сократиться в случае успешного сотрудничества компании с SsangYong. Эти планы были анонсированы в прошлом году и будут реализованы в 2006 году. Помимо сборки SsangYoung неплохие перспективы сбыта имеет и новая модель ОАО «УАЗ» - УАЗ Patriot, запуск производства которой произошел в августе 2005 года.

Таблица 4. Отдельные финансовые показатели крупнейших автопроизводителей по итогам 1 полугодия 2005 года.

млрд. руб.	Автоваз*	ГАЗ	Иж-Авто*	КАМАЗ*	Северсталь-Авто
Выручка	61,88	38,87	3,93	21,51	11,07
Валовая прибыль	7,54	6,82	0,012	1,13	2,53
Активы	113,31	36,33	8,18	64,06	22,98
Собственный капитал	44,72	10,85	1,36	44,91	11,78
Платный долг	25,84	9,03	3,81	11,09	3,94
Валовая рентабельность (%)	12,18	17,54	0,32	5,26	22,84
Коэффициент покрытия	1,16	0,83	1,05	1,06	1,11
Долг/Активы	0,23	0,26	0,55	0,17	0,17
Долг/Выручка	0,21	0,12	0,49	0,26	0,18

* - по данным отчетности РСБУ

Источник: АКБ «СОЮЗ» (ОАО) по данным эмитентов

Позиционирование на рынке

14 февраля состоится размещение дебютного пятилетнего облигационного займа ООО «ГАЗ-Финанс» на 5 млрд. руб. По выпуску предусмотрена двухгодовая оферта.

Наиболее близкими к ГАЗу с точки зрения масштабов деятельности, производственной специфики и финансового состояния являются АвтоВАЗ и КАМАЗ.

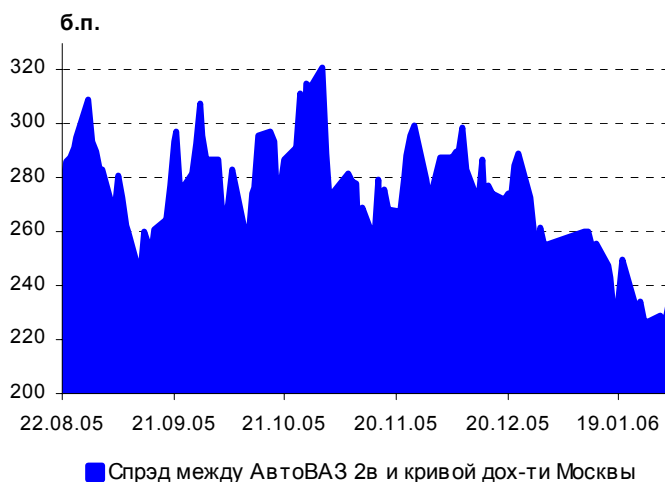
	Объем выпуска, млн. руб.	Дюрация, лет	Дох-ть, % год	Спрэд к Москве, б.п.
АвтоВАЗ 2в	3000	0.96	7.8	240
АвтоВАЗ 3в	5000	0.4	7.8	320
КАМАЗ 2в	1500	2.4	8.6	240
СевстальАвто	1500	0.95	7.65	230
ГАЗ	5000	1.95	7.9-8.1	200-210

АвтоВАЗ представлен на рынке двумя выпусками облигаций. Мы акцентируем наше внимание на 2^{ом} займе, как более ликвидном и длинном, то есть более адекватно отражающим риски эмитента. После прохождения оферты в августе 2005 года, 2^й выпуск АвтоВАЗа имел срочность 1.5 года (текущая дюрация около 1 года). Спрэд за полгода сократился с 300 до 230-250 б.п. На этих уровнях (230-250 б.п.) он стабилизировался с начала 2006 года. Мы считаем, что эти уровни спреда справедливо отражают риски облигаций АвтоВАЗа.

На основе сравнительного анализа (см. предыдущий раздел) мы оценили кредитное качество займа ГАЗа выше, чем у АвтоВАЗа. Фактор усиления государственного контроля над АвтоВАЗом, по мнению инвесторов, практически не повлиял на кредитный риск последнего, о чем свидетельствует динамика спреда в доходности между 2^м выпуском АвтоВАЗа и кривой доходности Москвы. В период перехода предприятия под контроль государства мы не увидели существенного сужения спреда. Он продолжал сокращаться в рамках общей тенденции.

Кредитный спрэд КАМАЗа к АвтоВАЗу на основе исторических значений находился в пределах 0-30 б.п., что в целом отражает несколько худшее кредитное качество КАМАЗа.

Текущие котировки облигаций данных эмитентов соответствуют этим уровням.



Меньший кредитный риск ГАЗа мы оцениваем в дисконте к АвтоВАЗу в размере 30-40 б.п. Вследствие чего, **справедливый спрэд к Москве выпуска ГАЗа находится на уровне 200-210 б.п.**

Двухлетние выпуски облигаций Москвы в настоящий момент торгуются на уровне 5.9-6.0% годовых. На основе этого, **мы оцениваем справедливую доходность облигаций ГАЗа в размере 7.9-8.1% годовых.**

С учетом того, что заем ГАЗа является дебютным и существует риск отсутствия торгов в период регистрации займа, на аукционе доходность может сложиться выше оцененного нами справедливого уровня.

Контактная информация

	Электронный адрес	Телефон
Заместитель председателя Правления		
Сапрыкин Константин Викторович	info@banksoyuz.ru	729-55-49
Анализ финансовых рынков		
Богословский Дмитрий	Research@banksoyuz.ru	729-55-00 (5385)
Красникова Мария	Research@banksoyuz.ru	729-55-00 (5666)
Лукьянов Павел	Research@banksoyuz.ru	729-55-00 (5272)
Свиридов Станислав	Research@banksoyuz.ru	729-55-00 (5668)
Долговые инструменты		
Автухов Михаил	bond@banksoyuz.ru	729-55-07 (5280)
Спасскин Андрей	SpasskinAY@banksoyuz.ru	729-55-00 (5458)
Голубничий Денис	Denis.Golubnichy@banksoyuz.ru	729-55-00 (5689)
Долговой рынок капитала		
Бахшиян Шаген	BahshiyanSG@banksoyuz.ru	729-55-67 (5311)
Барков Дмитрий	BarkovDV@banksoyuz.ru	729-55-00 (5653)
Брокерское обслуживание и доверительное управление		
Ищенко Николай	broker@banksoyuz.ru	729-55-00 (5681)
Кононов Максим	Maxim.Kononov@banksoyuz.ru	729-55-00 (5660)
Операции на фондовых рынках		
Гаврисев Андрей	GavrisevAV@banksoyuz.ru	729-55-61 (5388)
Подставкин Алексей	lexa@banksoyuz.ru	729-55-61 (5391)
Шомахов Павел	ShomahovPY@banksoyuz.ru	729-55-61 (5389)
Денежные рынки		
Спиридонов Александр	SpiridonovAB@banksoyuz.ru	729-55-61 (5244)
Оценка финансовых рисков		
Куринов Наран	KurinovNB@banksoyuz.ru	729-55-00 (5201)



Акционерный коммерческий банк «СОЮЗ»
Москва, 127006 ул. Долгоруковская, д.34, стр.1
Тел.: (095) 729-5500; факс: (095) 729-5505
E-mail: info@banksoyuz.ru Internet: www.banksoyuz.ru

Важная информация

Настоящий документ имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанных с ними финансовых инструментов. Описание любой компании или компаний или/и их ценных бумаг или рынков или направлений развития, упомянутых в данном документе, не предполагает полноты изложения информации. Утверждения относительно прошлых результатов необязательно свидетельствуют о будущих результатах.

Несмотря на то, что информация, представленная в настоящем документе, была собрана из источников, которые Банк СОЮЗ считает надежными, Банк СОЮЗ не дает гарантий относительно их точности или полноты. При принятии инвестиционного решения инвесторам следует провести собственный анализ всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Банк СОЮЗ, его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации изложенной в настоящем документе.

Банк СОЮЗ и связанные с ним стороны, должностные лица и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний и/или намереваться приобрести такие доли капитала и/или выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка СОЮЗ по избежанию конфликтов интересов). Банк СОЮЗ и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в настоящем документе, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк СОЮЗ может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Банк СОЮЗ может использовать информацию и выводы, представленные в настоящем документе, до его публикации. Все выраженные оценки и мнения, представленные в настоящем документе, отражают исключительно личное мнение каждого аналитика, частично или полностью отвечающего за содержание данного документа. По вопросам проведения операций с ценными бумагами обращайтесь в отдел клиентского обслуживания: (095) 729-55-00.