

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Автоваз: оценка финансового состояния

По итогам 1 квартала 2005 года оценка финансового состояния Автоваза, с учетом корректировки на размещаемый займ, составила 1.33, что соответствует умеренной группе риска. Ухудшение по сравнению с нашей предыдущей оценкой (1.89 по итогам 1 полугодия 2004 года) в основном вызвано растущей долговой нагрузкой и снижением рентабельности бизнеса в условиях возникшего перед эмитентом риска нового кризиса перепроизводства.

Оценка финансовых показателей – 1.33

Риск - умеренный

Мы полагаем, что по итогам текущего года рентабельность Автоваза сохранится на уровне первого квартала: привычный ресурс поддержания высокой нормы прибыли в виде постоянного повышения цен на автомобили близок к исчерпанию на фоне растущей конкуренции со стороны дешевых новых иномарок, в том числе российской сборки. В то же время, в сравнении с другими компаниями российского автопрома, Автоваз остается лидером по рентабельности.

Конкуренция со стороны иностранных автоконцернов, активно налаживающих сборку в России, остается главным фактором риска для Автоваза. Вместе с тем, в среднесрочной перспективе этот риск компенсируется устойчивыми позициями российского производителя в регионах, где спрос на автомобили, в отличие от крупных городов, более эластичен по цене.

Беззаботно почевать на лаврах неоспоримого лидера российского автопрома Автовазу с каждым годом становится всё сложнее. Если в 2003 г. из 1.433 млн. проданных в России автомобилей 610 тыс. или 42.6% составляли автомобили «Лада», собранные на ОАО «Автоваз», то по итогам 2004 г. из 1.502 млн. на долю эмитента приходится уже 41.7% или 626 тыс. единиц. Учитывая порядок величин, сокращение рыночной доли на 0.9%, на первый взгляд, не является критичным, однако явно сигнализирует о необходимости активных действий для сохранения текущих позиций и стимулирования сбыта.

Российский рынок легковых автомобилей характеризуется значительным потенциалом роста: по оценкам Министерства промышленности и энергетики, на 1000 жителей приходится менее 160 автомобилей. Для сравнения, в Европе этот показатель составляет порядка 460. В то же время, в последнее время насыщение рынка в значительной мере происходит за счет увеличения продаж новых иномарок. В течение 2004 г. реализация в данном сегменте выросла почти вдвое с 206 тыс. до 406 тыс., из которых более 22% или 91 тыс. автомобилей было собрано в России, в том числе 54 тыс. на СП «GM-АВТОВАЗ».

Высокий спрос на новые иномарки, с одной стороны, обуславливается растущим благосостоянием потребителей, в особенности, в крупных городах. С другой – сокращением ценовой разницы между самыми дешевыми иномарками и базовыми моделями российских авто по мере увеличения выпуска машин российской сборки (в частности, Ford, Hyundai, Kia), удержания иностранными автоконцернами «на стадии входа в рынок» умеренных цен, а также активного стимулирования сбыта, в частности, посредством автокредитования.

Таким образом, в целом выигрывая конкуренцию по качеству, новые иномарки начинают соперничать с продукцией отечественных автозаводов и по цене. Это, в частности, создает прямую угрозу коммерческому успеху стартовавшего в этом году нового проекта Автоваза «Калина» стоимостью 8-9 тыс. долл., с которым связаны большие надежды по увеличению объема продаж. Кроме того, успешность следующей ожидаемой новинки «Priora», запуск в производство которой намечен на 2006-2007 гг., тоже под вопросом: в долгосрочной перспективе конкуренция в отрасли будет только нарастать. В течение ближайших двух – трех лет свои производства в России обещают запустить такие гранды, как Toyota и Volkswagen. Развитие сборочных производств на территории страны является одним из основных пунктов концепции развития автомобильной промышленности России до 2010 г., принятой Минпромэнерго.

Вместе с тем, мы полагаем, что при более близком рассмотрении риски Автоваза как главного российского автозавода компенсируются устойчивыми позициями в регионах, где темпы роста потребительских расходов значительно отстают от показателей крупных городов и спрос на автомобили гораздо более эластичен по цене. При этом, помимо непосредственно цены автомобиля, отечественные авто пока что выигрывают по части стоимости запчастей и сервисного обслуживания. Иностранным концернам снижения цены комплектующих не позволяет добиться низкий уровень локализации производства, и этот барьер вряд ли удастся преодолеть в скором времени. По всей видимости, у Автоваза есть в запасе несколько лет, прежде чем потеря спроса на продукцию завода начнет реализовываться в резком падении продаж.

В то же время, «первые ласточки» этого процесса можно наблюдать уже сегодня. По итогам первого квартала 2005 г. новые иномарки сохранили свое лидерство по темпам роста реализации, а Автоваз, хотя и в меньшей степени, чем остальные российские производители, столкнулся с проблемой сокращения продаж и заполнения торговых площадок дилеров в крупнейших городах. Общий объем перепроизводства по первым четырем месяцам оценивается менеджментом завода на уровне 61.8 тыс. единиц.

Чтобы избежать кризиса, аналогичного осени 2002 года, когда из-за затоваривания рынка пришлось останавливать конвейер, компания пересмотрела в сторону уменьшения свои производственные планы на текущий год, вначале с 730 тыс. автомобилей до 700 тыс., а затем до 696-694 тыс. Ввиду снижения плана завод перешел на 5-дневную рабочую неделю. При этом, важным на наш взгляд элементом в противодействии снижению спроса должна стать запланированная реорганизация сбытовой сети, первым шагом которой является переход к одноуровневой системе поставок дилерам для сокращения разрыва между заводскими и розничными ценами. Кроме того, стимулировать сбыт предполагается и за счет развития собственной системы автокредитования.

Реализация этих мер, вероятно, позволит противостоять текущему ослаблению спроса и избежать более значительного затоваривания рынка. В то же время, мы полагаем, что неизбежным следствием «тревожного звонка», прозвучавшего для Автоваза в начале года, является исчерпание ресурса дальнейшего повышения цен на автомобили, которое, по мере ужесточения конкуренции, с легкостью может привести к новому кризису перепроизводства.

Оценка финансового состояния

Оценку финансового состояния ОАО «Автоваз» мы проводим на основе данных российской отчетности, поскольку отчетность по МСФО еще не подготовлена. По итогам 1 квартала 2005 г. рейтинговая оценка с учетом корректировки на размещаемый займ составила 1.33, что соответствует группе умеренного финансового риска. При этом наша предыдущая оценка по итогам 1 полугодия 2004 г. составляла 1.89, т.е. позволяла причислить эмитента к группе низкого риска.

Оценка финансовых показателей ОАО «АВТОВАЗ»

	2003		2004		1 кв 2005	
	К	Оценка	К	Оценка	К	Оценка
*** Структура капитала ***						
Leverage ratio	0,57	1,2	0,47	1,8	0,60	1,0
Debt ratio	0,16	2,9	0,18	2,7	0,22	2,3
Current ratio	1,08	1,3	1,06	1,2	1,06	1,3
Cash ratio	0,03	0,1	0,06	0,6	0,03	0,2
*** Рентабельность ***						
Net Margin	0,04	1,2	0,04	1,2	0,01	0,4
EBITDA Margin	0,12	1,0	0,11	0,8	0,07	0,0
Operating Margin	0,09	0,9	0,11	1,1	0,09	0,7
*** Адекватность денежных потоков ***						
Total debt/EBITDA	0,65	3,0	1,40	2,6	1,45	2,6
CFO/Total debt	0,66	3,0	0,83	3,0	0,39	2,9
EBIT interest coverage	3,45	1,4	5,04	1,8	2,21	1,1
*** Динамика финансовых показателей ***						
Динамика выручки	0,18	2,8	0,11	2,1	0,12	2,2
Динамика прибыли	0,10	1,9	0,00	1,1	-0,01	1,0
Оценка надежности		1,72		1,68		1,33

Источник: Отчетность по РСБУ, расчеты Банка ЗЕНИТ

Темпы роста продаж на рынке автомобилей в 2004-2005 гг.

	2004	1 кв. 2005
ЛАДА сборки	2,6%	-17,2%
ОАО "АвтоВАЗ"		
Другие отечественные марки	-5,9%	-24,9%
Новые иномарки	88,0%	61,8%
Подержанные иномарки	-34,3%	-36,0%
В среднем по отрасли	8,4%	0,2%

Источник: Информационный меморандум

В течение 2004 года выручка компании выросла на 17.32% до 125.97 млрд. руб., чему способствовало увеличение объема продаж автомобилей «Лада» на внутреннем рынке на 2.6% в условиях повышения цен на 8.4%, а также рост продаж машинокомплектов для сборки автомобилей «Лада», «Шевроле-Нива» и других марок в среднем на 63%.

Рентабельность эмитента в 2004 г. практически не изменилась по сравнению с уровнем предыдущего года, норма прибыли по EBITDA составила 11%. В абсолютном выражении прибыль до учета налогов, процентов и амортизации выросла на 8.7% и составила 13.89 млрд. руб.

Операционные показатели первого квартала по сравнению с аналогичным периодом прошлого года выглядят достаточно скромно: выручка сохранилась на уровне 29 млрд. руб. При этом падение продаж автомобилей «Лада» сборки Автоваза в январе-марте на 17%, обусловленное сокращением спроса и скоплением готовых автомобилей в сбытовой сети, повлекло снижение рентабельности эмитента по EBITDA до 7%.

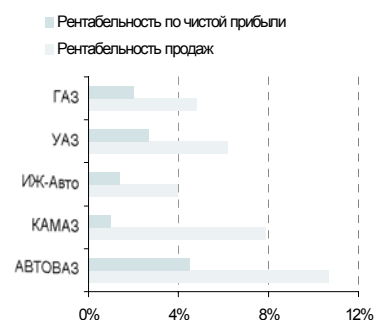
Мы полагаем, что по итогам текущего года рентабельность Автоваза может сохраниться на уровне первого квартала: привычный ресурс поддержания нормы прибыли в виде постоянного повышения цен на автомобили близок к исчерпанию на фоне растущей конкуренции со стороны дешевых новых иномарок, в том числе российской сборки. В то же время, в сравнении с другими компаниями российского автопрома, эмитент остается лидером по норме прибыли.

Текущую долговую нагрузку Автоваза можно охарактеризовать как умеренную: общая сумма долга не превышает 19% стоимости активов компании, при том, что в течение прошлого года и трех месяцев текущего она выросла с 16.95 млрд. руб. до 20.09 млрд. руб. Между тем, в структуре кредитного портфеля более 52% приходится на долгосрочные обязательства, а средняя стоимость обслуживания долга в течение 2004 г. сократилась с 13.6% до 10.5%. С учетом корректировки на новый облигационный займ в размере 5 млрд. руб., debt ratio возрастет до 22%.

В настоящее время денежные потоки, генерируемые Автовазом, обеспечивают удовлетворительное покрытие долга: годовая EBITDA покрывает общую сумму задолженности, скорректированную на займ, на 45 %, а покрытие данных обязательств годовым операционным cash-flow составляет порядка 39%.

Наряду с этим, существует риск роста долговой нагрузки компании в перспективе ближайших лет: значительные инвестиционные расходы, связанные с обновлением модельного ряда и переходом на европейские экологические нормы, в условиях снижающейся рентабельности требуют активного привлечения заемных средств.

Рентабельность российских автопроизводителей в 2004 г.



Источник: Данные компаний

Ольга Ефремова
o.efremova@zenit.ru

Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
 тел. 7 095 937 07 37, факс 7 095 937 07 36
 WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента	Вадим Соломахин	vadim@zenit.ru
Управление продаж		sales@zenit.ru
Начальник управления Еврооблигации	Константин Поспелов	konstantin.pospelov@zenit.ru
Рублевые облигации	Владислав Григорьев	v.grigoriev@zenit.ru
Рублевые облигации	Алексей Третьяков	a.tretyakov@zenit.ru
Акции	Роман Попов	r.popov@zenit.ru
Брокерское обслуживание	Игорь Чемолосов	i.chemolosov@zenit.ru
Конверсионные операции	Тимур Мухаметшин	t.mukhametshin@zenit.ru
	Алексей Воробьев	a.vorobiev@zenit.ru
Аналитическое управление	Акции	research@zenit.ru
	Облигации	firesearch@zenit.ru
Рублевые облигации	Яков Яковлев	y.yakovlev@zenit.ru
Еврооблигации	Александр Доткин	a.dotkin@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Ольга Ефремова	o.efremova@zenit.ru
Акции	Евгений Суворов	e.suvorov@zenit.ru
Управление доверительного управления активами		
Начальник управления	Сергей Матюшин	s.matyushin@zenit.ru
Управление валютно-финансовых операций		gko@zenit.ru
Начальник управления	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Управление организации долгового финансирования		ibcm@zenit.ru
Начальник управления	Роман Пивков	roman.pivkov@zenit.ru
Управление корпоративного финансирования		
Начальник управления	Максим Васин	vasin@zenit.ru

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2004 Банк ЗЕНИТ.