

Группа ГАЗ

Пересмотр прогнозов – повышение целевых уровней

- Окончание второго этапа консолидации гражданских машиностроительных активов Руспромавто на базе ОАО ГАЗ, а также позитивные операционные результаты группы в 2006 году позволяют нам произвести корректировки наших финансовых прогнозов. В результате мы выставляем целевую цену по бумагам Группы ГАЗ на уровне \$130. С учетом небольшого потенциала роста, рекомендация по бумагам установлена на уровне «держать»
- В ходе реализации второй части программы консолидации Группа ГАЗ разместила 86,9% акций допэмиссии. В результате проведенного размещения продуктовой ряд группы пополнился большегрузными автомобилями и строительно-дорожной техникой. Кроме того, снизились миноритарные доли в дочерних компаниях Группы
- Операционные результаты Группы в 2006 году несколько превзошли наши ожидания. Продажи автотехники выросли во всех сегментах, кроме, легковых автомобилей, что впрочем, было ожидаемо. ГАЗ порадовал, прежде всего, в сегменте LCV и грузовых автомобилей, увеличив продажи на 13% и 19% (без учета консолидации АЗ Урал)
- Мы скорректировали наши финансовые прогнозы по Группе ГАЗ в сторону повышения. Кроме того, мы консолидировали прогнозные значения финансовых показателей АЗ Урал, Тверской экскаватор, Брянский арсенал и Челябинские строительно-дорожные машины, которые были присоединены к Группе

Консолидация активов

Окончание второго этапа консолидации гражданских машиностроительных активов Руспромавто на базе ОАО ГАЗ, а также позитивные операционные результаты Группы в 2006 году позволяют нам произвести корректировки наших финансовых прогнозов. В результате, мы выставляем рекомендацию по акциям ГАЗ «держать» с целевым уровнем \$130,1.

Группа ГАЗ завершила второй этап консолидации машиностроительных активов, принадлежащих Руспромавто, в результате которого группа пополнила продуктовой ряд большегрузными автомобилями и строительно-дорожной техникой. Последними предприятиями, присоединившимися к Группе, стали АЗ Урал, Тверской экскаватор, Брянский арсенал и Челябинские строительно-дорожные машины. Кроме того, отметим достаточно высокий интерес со стороны миноритарных акционеров ранее консолидированных компаний, которые имели право на обмен своих акций на новые акции ГАЗ. Таким образом, по итогам второго этапа снизились миноритарные доли в дочерних компаниях Группы.

Акции

Машиностроение

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru

Основные данные

Код РТС	GAZA
Цена акции \$	117
Капитализация млн. \$	2 167
EV млн. \$	2 627
Целевая цена \$	130.00
Потенциал %	11%
Рекомендация	Держать

Динамика акций



Финансы и прогнозы

в млн. \$	2006O	2007П	2008П
Выручка	4 212	4 846	5 609
ЕБИТДА	500	597	712
Прибыль	126	145	168
EV/ЕБИТДА	4.95	4.15	3.48
EV/S	0.59	0.51	0.44
P/E	15.94	13.85	11.97
Рентабельность			
По ЕБИТДА	11.9%	12.3%	12.7%
Чистая	3.0%	3.0%	3.0%

Изменение доли Группы ГАЗ в дочерних компаниях, чьи пакеты акций могли обмениваться на акции допэмиссии

	Доля ГАЗ, %	
	До размещения	После размещения
Павловский автобус	89	96
Автодизель	57	62
Ярославский завод топливной аппаратуры	88	90
Ярославский завод дизельной аппаратуры	86	90
Автомобильный завод УРАЛ	0	100
Тверской экскаватор	0	92
Брянский арсенал	0	77
Челябинские строительно-дорожные машины	0	100

Основные предприятия Группы ГАЗ после консолидации

	Доля ГАЗ, %
Автомобильный дивизион	
Автозавод ГАЗ	100
Автомобильный завод УРАЛ	100
Саранский завод автосамосвалов	62
Автобусный дивизион	
Павловский автобус	96
Ликийский автобус	100
Голицынский автобусный завод	100
Курганский автобусный завод	100
Канашский автоагрегатный завод	93
Строительно-дорожная техника	
Тверской экскаватор	92
Брянский арсенал	77
Челябинские строительно-дорожные машины	100
СП Экскаваторный завод Ковровец	50.1
Силовые агрегаты и компоненты	
Автодизель	63
Ярославский завод топливной аппаратуры	90
Ярославский завод дизельной аппаратуры	90
Завод штампов и пресс-форм	100

Источник: Группа ГАЗ

Напомним, что в сентябре 2006 года Совет директоров, в рамках стратегии консолидации, утвердил решение о допэмиссии 6,2 млн. акций, размещение которых проходило с 15 декабря до 01 февраля. За этот период было размещено 86,9% новых акций или 5,4 млн. Соответственно, после регистрации итогов размещения, уставный капитал ОАО ГАЗ составит 18 520 260 обыкновенных и 1 453 500 привилегированных акций.

Операционные результаты 2006 года превзошли наши ожидания

Легковые автомобили. Как и ожидалось ранее, по итогам 2006 года снижение производственных показателей произошло только в секторе легковых автомобилей. По итогам года ГАЗ реализовал 51,1 тыс. Волг, что на 7% ниже итогов 2005 года. Впрочем, итоги года оказались немного выше наших ожиданий. Мы полагали, что объем продаж легковых автомобилей в 2006 году снизится до 50 тыс.

LCV. Рост продаж легких коммерческих автомобилей составил 13%. Отметим, что в последнем пресс-релизе ГАЗ консолидировал продажи приобретенной в июле 2006 года LDV Holdings Limited. С учетом продаж коммерческих автомобилей LDV (4,4 тыс. единиц) продажи Группы ГАЗ выросли на 17%.

Грузовые автомобили. Сохраняющийся спрос на среднетоннажные и

22,6%. Без учета продукции АЗ Урал, продажи увеличились на 19,1%. Рост реализации автомобилей АЗ Урал в 2005 году составил 32%. В прошлом году активно продвигалась на рынок относительно новая для завода продукция - дорожные грузовики. Пока, данная продукция не занимает существенной доли в общей структуре продаж грузовых автомобилей. Однако дорожные грузовики являются весьма востребованной на рынке продукцией, и в ближайшей перспективе Урал может занять свою нишу на рынке.

Автобусы. Наши прогнозы по продажам автобусов Группы ГАЗ в 2006 году, в целом, совпали с предоставленными данными. Впрочем, отметим, более существенное снижение отгруженных автобусов малого класса и больший рост продаж автобусов большого класса.

Двигатели. Объем реализованных двигателей в 2006 году вырос на 4,2%, что соответствует нашим прогнозам. Прирост продаж был обусловлен увеличением внутригруппового потребления (34,6%), в то время как, продажи на сторону практически не изменились (- 0,9%).

Строительно-дорожная техника. Новое бизнес направление Группы, ранее не учитывалось в нашей модели. По итогам 2006 года даны подразделением Группы ГАЗ было реализовано 3,6 тыс. единиц, что на 42,3% выше итогов 2005 года. Отметим, что данное подразделение весьма привлекательно. Продолжающийся рост расходов на инфраструктурные проекты со стороны и относительно отсутствие сильных игроков на данном рынке позволяет ожидать хороших темпов роста данного подразделения группы. Исходя из наших ожиданий, среднегодовой рост продаж в ближайшие 5 лет составит около 22%, что позволяет прогнозировать рост выручки сегмента в 2012 году до \$875 млн. с \$240 млн. в 2006 году.

Операционные показатели Группы ГАЗ за 2006 г.

	2005	2006	Изменение, %
Автомобили			
Легкие коммерческие автомобили	141 497	165 128	16.7%
LDV		4 424	
Грузовые	30 316	37 165	22.6%
Среднетонажные	22 243	26 486	19.1%
Дорожные	59	278	371.2%
Полноприводные	8 014	10 401	29.8%
Легковые	55 058	51 108	-7.2%
Автобусы	18 736	20 723	10.6%
Малого класса	13 523	14 583	7.8%
Среднего класса	2 576	3 207	24.5%
Большого класса	2 637	2 933	11.2%
Дизельные двигатели	60 617	63 188	4.2%
дочерним предприятиям	8 828	11 886	
Строительно-дорожные машины	2 536	3 608	42.3%
Экскаваторы	1 543	2 112	36.9%
Автогрейдеры	636	782	23.0%
Погрузчики	357	714	100.0%

Источник: Группа ГАЗ

Изменение прогнозов

Окончание второго этапа консолидации гражданских машиностроительных активов Руспромавто на базе ОАО ГАЗ, а также позитивные операционные результаты Группы в 2006 году позволяют нам произвести корректировки наших финансовых прогнозов. В результате чего, мы выставляем рекомендацию по акциям ГАЗ «держат» с целевым уровнем \$130.

Мы скорректировали прогноз выручки в 2006 году до \$4,2 млрд., из которых \$669 млн. принесут новые предприятия группы. Показатель EBITDA в 2006 году, по нашей оценке, составит \$500 млн. (\$355 предварительный прогноз). Вместе с тем мы скорректировали балансовые показатели. В частности, мы повысили значение чистого долга до \$460 млн. Однако, из-за отсутствия полной финансовой отчетности АЗ Урал и производителей строительно-дорожной техники, наши показатели могут быть скорректированы в мае, когда ГАЗ опубликует консолидированный отчет Группы за 2006 год.

Изменение прогнозов по Группе ГАЗ с учетом консолидации активов

	2006			2007			2008		
	Новый прогноз	Старый прогноз	%	Новый прогноз	Старый прогноз	%	Новый прогноз	Старый прогноз	%
Выручка	4 211.5	3 294.0	27.9%	4 845.7	3 717.7	30.3%	5 609.1	4 260.6	31.6%
EBITDA	499.8	355.2	40.7%	596.5	412.4	44.6%	711.7	487.0	46.1%
Рентабельность	11.9%	10.8%		12.3%	11.1%		12.7%	11.4%	
Чистая прибыль	126.3	115.3	9.6%	145.4	111.5	30.3%	168.3	127.8	31.6%

Источник: Оценка Банк Москвы

Модель оценки стоимости Группы ГАЗ, МСФО

Прогноз денежного потока

в млн. \$	2006 Оц	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Выручка	4 212	4 846	5 609	6 406	7 071	7 831	8 330
Темп роста (%)	38%	15%	16%	14%	10%	11%	6%
ЕБИТДА	500	597	712	838	917	987	1 048
Рентабельность (%)	11.9%	12.3%	12.7%	13.1%	13.0%	12.6%	12.6%
ЕБИТ	412	498	595	704	763	810	844
Рентабельность (%)	10%	10%	11%	11%	11%	10%	10%
-Налоги на прибыль	119	139	167	190	198	194	203
НОРАТ	292	358	429	514	564	616	642
+ Амортизация	88	99	116	134	154	177	204
- Капвложения	-185	-360	-300	-300	-280	-260	-240
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-60	-107	-131	-143	-214	-224	-197
Чистый денежный поток	135	-10	114	205	224	309	408

Основные предположения

WACC	13.0%
Конечный темп роста	2.0%
Ставка налогообложения	24%

Расчет WACC

Риск рынка акций	4.0%
Риск эмитента	1.0%
Целевой уровень D/E	20.0%
Бэта*	1.50
Бэта с учетом долга	1.80
Безрисковая ставка**	5.9%
Стоимость капитала	14.9%
Стоимость долга	7.0%
Ставка налога на прибыль	24.0%
Стоимость долга после налогов	5.3%
WACC	13.0%

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	817
Конечная стоимость	3 782
Приведенная конечная стоимость	2 052
Стоимость денежных потоков	2 869
Текущий чистый долг (наличность)	460
Чистая стоимость компании	2 409
Количество акций (млн.)	18.52
Стоимость на акцию	130.00

Анализ чувствительности

		Ставка дисконтирования (WACC)						
		10.0%	11.0%	12.0%	13.0%	14.0%	15.0%	16.0%
Конечный темп роста (%)	3.5%	199.29	175.87	157.38	142.37	129.90	119.35	110.28
	3.0%	186.79	166.12	149.56	135.94	124.52	114.77	106.33
	2.5%	175.84	157.46	142.52	130.10	119.58	110.54	102.66
	2.0%	175.84	157.46	142.52	130.00	119.58	110.54	102.66
	1.5%	166.18	149.71	136.15	124.77	115.04	106.63	99.25
	1.0%	157.60	142.73	130.36	119.87	110.85	102.99	96.06
	0.5%	149.91	136.41	125.07	115.37	106.97	99.61	93.08

Директор департамента

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru

Начальник управления анализа рынка акций

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru

Экономика

Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

Нефть и газ

Веденеев Владимир
Vedeneev_VY@mmbank.ru

Нефтехимия и нефтепереработка

Веденеев Владимир
Vedeneev_VY@mmbank.ru

Телекоммуникации

Мусяенко Ростислав
Musienko_RI@mmbank.ru

Машиностроение/Транспорт

Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Минеральные удобрения

Веселова Ольга
Veselova_OV@mmbank.ru

Стратегия

Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

Веденеев Владимир
Vedeneev_VY@mmbank.ru

Электроэнергетика

Скворцов Дмитрий
Skvortsov_DV@mmbank.ru

Металлургия

Скворцов Дмитрий
Skvortsov_DV@mmbank.ru

Банковский сектор

Веселова Ольга
Veselova_OV@mmbank.ru

Потребительский сектор

Мухамеджанова Сабина
Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru

Отдел анализа долговых рынков

Федоров Егор
Fedorov_EY@mmbank.ru

Ковалева Наталья
Kovaleva_NY@mmbank.ru

Чупрына Татьяна
Chupryna_TV@mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен, полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.