

## Группа ГАЗ Позитивные результаты за 2007 г.

- Хорошие показатели за 2007 г. по МСФО.** Группа ГАЗ 25 июня опубликовала финансовую отчетность за 2007 г. по МСФО и провела телеконференцию для инвесторов. С нашей точки зрения, результаты выглядят достаточно позитивно. Положительное влияние на показатели компании по-прежнему оказывают благоприятная экономическая конъюнктура, увеличение вложений в инфраструктуру, диверсифицированный ассортимент продукции и лидирующее положение в сегментах легких коммерческих автомобилей, производства двигателей и дорожной техники. Мы по-прежнему считаем, что долговые инструменты Группы ГАЗ на данный момент представляют собой наилучшее сочетание риска и доходности в сегменте облигаций компаний-автопроизводителей.
- Сбалансированный рост основных финансовых показателей.** Темпы роста выручки, показателя EBITDA и долга были практически одинаковыми – около 25-30%; таким образом, существенных изменений рентабельности и долговой нагрузки по итогам 2007 г. мы не отмечаем. По словам председателя правления Группы ГАЗ С. Занозина, в 2008 г. наблюдается замедление роста в сегменте легких коммерческих автомобилей, тогда как сегменты грузовиков и дорожно-строительной техники по-прежнему демонстрируют высокие темпы роста. По прогнозам компании, выручка в 2008 г. увеличится на 20%, при этом в первом полугодии рост будет более медленным, а во второй половине года ускорится.
- Разнонаправленная динамика рентабельности бизнес-сегментов подчеркивает преимущества диверсификации.** Несмотря на то, что изменения операционной маржи по сегментам носили разнонаправленный характер в 2007 г. (табл. 2), в особенности если сравнивать второе и первое полугодие, операционная рентабельность и рентабельность EBITDA остались приблизительно на прежнем уровне по сравнению с предыдущим годом. Операционная рентабельность в приносящем наибольшую долю выручки сегменте автомобилей снизилась на 1 п. п. на фоне усиления конкуренции в сегменте легких коммерческих автомобилей, постепенного устаревания автомобилей «Газель» и убытков LDV Group (2.2 млрд руб. в 2007 г.). В сегменте производства автобусов операционная рентабельность последовательно снижалась с 15.1% в 2006 г. до 11.1% в первой половине 2007 г. и 7.6% во второй половине 2007 г. По словам г-на Занозина, объем продаж автобусов в значительной степени зависит от закупок со стороны бюджетных организаций. В этом отношении 2007 г. был не слишком удачным, и реализация ряда крупных контрактов была перенесена на 2008 г. В сегменте производства тяжелых коммерческих автомобилей рентабельность увеличилась на 5 п. п. по сравнению с 2006 г. до 11.8%, однако во втором полугодии отмечалось снижение показателя почти в два раза до 8.8% против 15.6% в январе-июне 2007 г. Среди положительных моментов мы отмечаем увеличение рентабельности в сегменте дорожно-строительной техники еще на 3 п. п. по сравнению с 2006 г. до 18.3%. Мы по-прежнему считаем, что данный сегмент наряду с производством двигателей является самым многообещающим для Группы ГАЗ.
- Долговая нагрузка останется на консервативном уровне.** В 2007 г. долг Группы ГАЗ увеличился незначительно, поскольку компания финансировала свою инвестиционную программу объемом 10 млрд руб. в основном посредством операционного денежного потока. Соотношение Чистый долг/EBITDA даже снизилось до 1.4 против 1.6 в 2006 г. за счет роста показателя EBITDA. Группа ГАЗ намерена направить еще около 15 млрд руб. на капиталовложения в 2008 г. По нашему мнению, операционного денежного потока в текущем году будет недостаточно для финансирования инвестиций, и поэтому мы ожидаем увеличения долга, хотя и незначительного. В любом случае, мы считаем, что соотношение Чистый долг/EBITDA останется около консервативного уровня 2. Представители Группы ГАЗ сообщили нам, что эмитент вряд ли будет размещать новые облигации в 2008 г., и поэтому мы не ожидаем давления на облигации ГАЗ-1 со стороны первичного рынка.

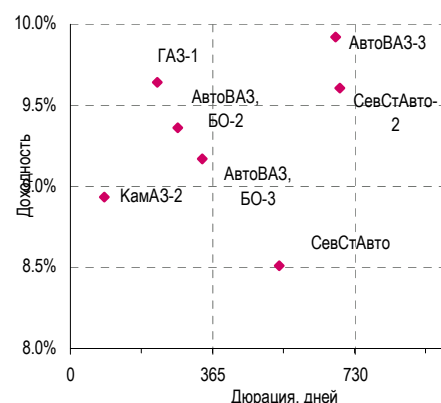
Андрей Марков  
+7 (495) 258 7770 x4560  
AMarkov@rencap.com

Таблица 1. Основные финансовые показатели по МСФО

Млн руб., если не указано иное	2006	2007
Выручка	120 265	152 784
Себестоимость реализации	96 711	124 225
Валовая прибыль	23 554	28 559
Валовая рентабельность	19.6%	18.7%
Операционная прибыль	9 372	12 386
Чистая прибыль	5 959	7 200
EBITDA	12 581	16 119
Рентабельность EBITDA	10.5%	10.6%
Чистый операционный денежный поток	6 712	8 647
Капвложения	5 499	10 191
Чистый долг	19 522	22 223
Чистый долг/EBITDA	1.6	1.4

Источники: данные компании

Рисунок 1. Доходность облигаций автомобильных компаний



Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Таблица 2. Показатели по сегментам

Млн руб., если не указано иное	2006			2007			1 пол. 2007			2 пол. 2007		
	Выручка	Показатель сегмента	Операционная рентабельность	Выручка	Показатель сегмента	Операционная рентабельность	Выручка	Показатель сегмента	Операционная рентабельность	Выручка	Показатель сегмента	Операционная рентабельность
Легкие коммерческие автомобили	80 366	4 235	5.3%	100 508	4 354	4.3%	44 934	1 894	4.2%	55 574	2 460	4.4%
Автобусы	16 231	2 450	15.1%	20 459	1 863	9.1%	8 853	982	11.1%	11 606	881	7.6%
Дизельные двигатели и оборудование	18 116	2 215	12.2%	26 019	3 516	13.5%	11 155	1 421	12.7%	14 864	2 095	14.1%
Грузовики	11 473	745	6.5%	20 259	2 388	11.8%	8 815	1 377	15.6%	11 444	1 011	8.8%
Дорожно-строительная техника	6 592	1 018	15.4%	9 888	1 811	18.3%	4 065	493	12.1%	5 823	1 318	22.6%

Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

# Раскрытие информации

## Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чь имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

## Ренессанс Капитал

123317, Москва  
Краснопресненская набережная, 18  
Тел.: + 7 (495) 258 7777  
Факс: + 7 (495) 258 7778  
www.rencap.com

### Аналитическое управление

**Руководитель аналитического управления**  
Роланд Нэш  
+ 7 (495) 258 7916  
RNash@rencap.com

**Рынок акций – Россия**  
Наталья Загвоздина  
+ 7 (495) 258 7753  
NZagvozdina@rencap.com

**Начальник отдела анализа акций**  
Александр Бурганский  
+ 7 (495) 258 7904  
ABurgansky@rencap.com

**Рынок акций – Украина**  
Уилфред Уиллвонг  
+ 38 (044) 492 7394  
WWillwong@rencap.com

**Начальник отдела анализа  
долговых обязательств**  
Алексей Моисеев  
+ 7 (495) 258 7946  
AMoiseev@rencap.com

**Рынок акций – Средняя Азия**  
Гайрат Салимов  
+ 7 (727) 244 1581  
GSalimov@rencap.com

**Стратегия на рынке акций**  
+ 7 (495) 258 7916  
Роланд Нэш  
RNash@rencap.com  
Томас Манди  
Ованес Оганисян

**Банковский сектор**  
+ 7 (495) 258 7748  
Дэвид Нангл  
DNangle@rencap.com  
Светлана Ковальская

**Металлургия**  
+ 7 (495) 258 7743  
Роб Эдвардс  
REdwards@rencap.com  
Юрий Власов

**Нефть и газ**  
+ 7 (495) 258 7904  
Александр Бурганский  
ABurgansky@rencap.com  
+ 44 (20) 7367 7741  
Адам Ландес  
ALandes@rencap.com  
Елена Савчик  
Евгения Дышлюк  
Роман Елагин  
Ирина Елиневская

**Потребительский сектор**  
+ 7 (495) 258 7753  
Наталья Загвоздина  
NZagvozdina@rencap.com  
Иван Николаев  
Виктор Дима  
Ульяна Типсина

**Сектор недвижимости**  
+ 7 (495) 258 7770 x4959  
Алексей Языков  
AYazykov@rencap.com  
Александр Венгранович

**Телекоммуникации**  
+ 7 (495) 258 7902  
Александр Казбеги  
AKazbegi@rencap.com  
Иван Ким  
Тибор Бокор  
Дэвид Фергусон

**Транспорт и автомобилестроение**  
+ 7 (495) 258 7747  
Эдуард Фаритов  
EFaritov@rencap.com  
Ольга Ареева

**Химия и машиностроение**  
+ 7 (495) 783 5653  
Марина Алексеенкова  
MAlexeenkova@rencap.com  
Ринат Кирдань

**Электроэнергетика**  
+ 44 (20) 7367 7793  
Дерек Уивинг  
DWeaving@rencap.com  
Вадим Борохов  
Владимир Складя

**Экономика и политика**  
+ 7 (495) 258 7703  
Екатерина Малофеева  
KMalofeeva@rencap.com  
Елена Шарипова  
Игорь Лебединец  
Нина Дергунова

**Украинский рынок акций, стратегия**  
+ 38 (044) 492 7394  
Уилфред Уиллвонг  
WWillwong@rencap.com  
Джефффри Смит  
Владимир Динул  
Светлана Дрыгуш  
Юлия Романенко  
Владислав Носик  
Сергей Петренко  
Константин Головкин

**Рынок акций Средней Азии,  
стратегия**  
+ 7 (727) 244 1581  
Гайрат Салимов  
GSalimov@rencap.com  
Екатерина Газадзе

**Редакционно-издательский отдел,  
выпуск на русском языке**  
+ 7 (495) 258 7764  
Екатерина Малахова  
EMalakhova@rencap.com  
Станислав Захаров  
Мария Дунаева  
Анна Ковтун  
Анна Богданова

**Рынок долговых обязательств, стратегия**  
+ 7 (495) 258 7946  
Алексей Моисеев  
AMoiseev@rencap.com  
Николай Подгузов  
Валентина Крылова  
Анастасия Головач  
Татьяна Санникова  
Олеся Черданцева  
Мария Рахмеева

**Кредитный анализ**  
+ 7 (495) 258 7789  
Петр Гришин  
PGrishin@rencap.com  
Алексей Булгаков  
Максим Раскоснов  
Андрей Марков

**Административная поддержка**  
+ 7 (495) 725 5216  
Ольга Степанова  
OSTepanova@rencap.com  
Юлия Попова  
Анна Кучеревская

**Редакционно-издательский отдел,  
выпуск на английском языке**  
+ 7 (495) 725 5261  
Александра Волдман  
AWaldman@rencap.com  
Патриция Сомервилль  
Лорен Мэнди

© 2008 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.

ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации:

брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000

дилерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000

депозитарная деятельность - лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100