

28/05/2008

## АвтоВАЗ — большие, но неизвестные планы

### Обзор компании

ОАО «АвтоВАЗ» (далее АвтоВАЗ) является ведущим машиностроительным предприятием России, крупнейшим производителем легковых автомобилей в России и Восточной Европе.

АвтоВАЗ является градообразующим предприятием г. Тольятти и крупнейшим работодателем и налогоплательщиком Самарской области. Компания сотрудничает с лидерами мировой автомобильной индустрии.

Компания обладает развитой инфраструктурой технического обслуживания, обширной дилерской сетью. Модельный ряд АвтоВАЗа представлен шестью семействами: «Классика», LADA Samara, LADA 110, LADA Kalina, LADA Priora и LADA 4x4 («Нива»). В настоящее время АвтоВАЗ выпускает 15 моделей автомобилей основных семейств.

Длительное время развитие АвтоВАЗа тормозилось перекрестной структурой собственности. Основными собственниками автопроизводителя являлись его дочерние компании: «Автомобильный всероссийский альянс» (AVVA) — 38,4%, «Центральное отделение Автомобильной финансовой корпорации» (ЦО АФК) — 26% и «Инвестиционно-финансовая компания» (ИФК) — 2,1%. В то же время АвтоВАЗ являлся владельцем акций этих «дочек» в размере 85,9%, 50% и 51% соответственно. При такой закольцованности капитала у завода фактически отсутствовал собственник, что не способствовало развитию и повышению конкурентоспособности предприятия.

В конце апреля была закрыта сделка по продаже компании Renault пакета 25% плюс одной акции автоконцерна. Сумма сделки составила \$1 млрд.

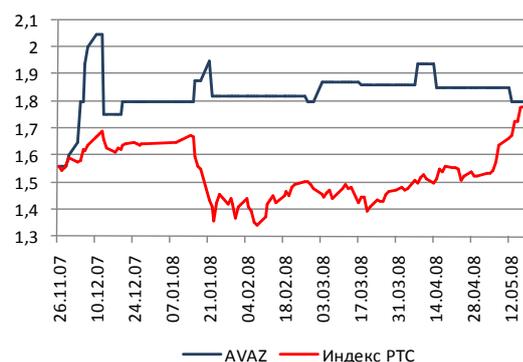
В начале мая было объявлено о ликвидации перекрестной структуры владения АвтоВАЗом. С января к АвтоВАЗу были присоединены его акционеры-«дочки» — AVVA, ИФК, «Аудит-сервис» и ЦО «АФК». «Дочкам» принадлежало 66,5% акций АвтоВАЗа. Окончательное решение о погашении этих акций будет принято собранием акционеров 27 июня.

После погашения 66,5% казначейских акций после

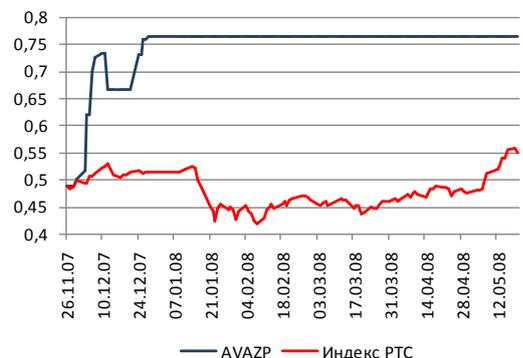
Основные данные		
Тикер	AVAZ	AVAZP
Текущая цена, \$	1,80	0,77
Максимум*, \$	2,05	0,77
Минимум*, \$	1,56	0,49
Целевая цена, \$	1,99	0,79
Потенциал	10,59%	3,09%
Рекомендация	Держать	Держать

\* с момента дробления акций (26.11.2007)

### Динамика цены обыкновенной акции



### Динамика цены привилегированной акции



28/05/2008

присоединения «дочек» предприятия и планирующейся в связи с реорганизацией допэмиссии в количестве 500 млн. штук, акционерами, владеющими 25% плюс одной акцией АвтоВАЗа, станут «Ростехнологии», Renault и «Тройка диалог».

Компания намерена провести IPO, ориентировочный срок которого назначен на конец 2008 года. Вырученные средства будут направлены на реализацию проектов по производству новых автомобилей на платформах Renault, что должно позволить автоконцерну повысить качество выпускаемой продукции, позитивно сказаться на доходах компании и контролируемой ею доле рынка. Размещаться будет около 25% акций. По словам представителя «Тройки-Диалог», которая является как крупным акционером АвтоВАЗа, так и консультантом по ликвидации схемы перекрестного владения заводом, это будут акции частично новой дополнительной эмиссии, а частично принадлежащие акционерам.

Повышение уровня прозрачности со стороны АвтоВАЗа делает компанию более привлекательной для инвестиций, однако, вложения в акции АвтоВАЗа остаются рискованными до тех пор, пока не будут решены вопросы, связанные со структурой холдинга и модельным рядом.

Кроме того, у компании остаются и другие проблемы, требующие решения в ближайшем будущем. Продукция АвтоВАЗа в последние годы испытывает постоянно растущую конкуренцию со стороны продаваемых в нашей стране недорогих иномарок. Доля рынка Волжского автозавода с каждым годом уменьшается на фоне увеличивающихся объемов реализуемых автомобилей иностранного производства.

АвтоВАЗ теряет не только простых покупателей, все чаще предпочитающих недорогие иномарки, но и традиционных корпоративных клиентов: согласно исследованию компании «Пятое колесо менеджмент» доля автомобилей LADA в корпоративных автопарках последнее время резко сокращается — крупные предприятия все чаще пересаживают своих менеджеров с отечественных машин на иномарки.

Конкуренцию автомобилям LADA составляет как продукция традиционных отечественных марок, так и продукция совместных предприятий и импортированные автомобили зарубежного производства, находящиеся в ценовом сегменте до 350 тыс. рублей.

## Основные акционеры



Источник: СКРИН

## Структура капитала

Цена АО (\$)	1,80
Количество АО (млн. шт.)	2 719,5
Цена АП (\$)	0,77
Количество АП (млн. шт.)	493,0
Капитализация (\$ млн.)	5 195,8
Чистый долг (\$ млн.)	943,1
EV (\$ млн.)	6 138,9
P/S	0,62
P/E	24,93
EV/EBITDA	9,45



28/05/2008

Пока АвтоВАЗу удается удерживать первые места по продажам новых автомобилей в России. Так в 2007 году первое место по продажам заняла модель LADA 2105/2107 с долей продаж 8,7%, второе и третье — LADA Samara (7,8%) и LADA 110/111/112 (5,1%). Однако, по сравнению с 2006 годом снижение доли продаж по этим моделям составило, по данным компании, соответственно 1,0%, 1,8% и 29,4%. При этом доля продаж ближайшего конкурента и лидера среди иностранных брендов Ford Focus в 2007 году составила 3,8%, увеличившись по сравнению с годом ранее на 32,7%.

Об обновлении модельного ряда и сокращении издержек руководство компании говорит уже давно. С приходом в конце 2005 года на АвтоВАЗ менеджеров из «Рособоронэкспорта» были обнародованы грандиозные планы по выводу предприятия из кризиса. Однако пока новыми моделями стали только LADA Kalina и Priora. Можно отметить, что АвтоВАЗ стал гораздо серьезнее относиться к качеству продукции, количество претензий к производимым машинам существенно снизилось.

Новый стратегический партнер АвтоВАЗа, Renault, не планирует дополнительно инвестировать в предприятие. Стороны договорились лишь об обмене технологиями: Renault предоставит свои решения в области платформ, моторов и коробок передач для разработки новых вазовских моделей.

Первый совместно разработанный автомобиль Renault и АвтоВАЗа должен появиться в 2009 году. По словам президента АвтоВАЗа Б.Алешина, это будет семиместный универсал на платформе Renault Logan. Позже появятся и другие модели, причем не исключено использование и технологий компании Nissan, которая входит в альянс с Renault. Руководство компании надеется полностью обновить модельный ряд к 2010-2011 годам. С 2011 года завод планирует расширить линейку своих моделей за счет новых автомобилей классов В и С. АвтоВАЗ также планирует разработать новую модель внедорожника класса SUV (легкий внедорожник). Кроме того, недавно стало известно, что французам понравилась вазовская «классика», и ее выпуск продолжат после небольшой модернизации.

Вместе с обновлением модельного ряда АвтоВАЗ, который на сегодняшний день является крупнейшим производителем автомобилей в России, и Renault, которая в настоящее время собирает свои модели на заводе в Москве, планируют

## Основные рынки сбыта продукции

### Россия

г. Москва и Московская обл., Самарская обл., г. Санкт-Петербург и Ленинградская обл., Республика Татарстан, Краснодарский край, Республика Башкортостан, Свердловская, Ростовская, Пермская, Нижегородская, Челябинская и Тюменская области.

### Экспорт:

Украина, Казахстан, Азербайджан, Армения, Узбекистан, Кыргызстан, Кипр, Молдова, Грузия, Турция, Германия

### Увеличение продаж будет обеспечено за счет:

- выхода на проектные мощности в 2009 году по семейству LADA Priora
- сохранения производства и продажи наиболее доступных для населения России автомобилей семейства LADA (с учетом их модернизации)
- расширения модельного ряда и улучшения качества и потребительских свойств автомобилей

### Расширение модельного ряда LADA будет осуществляться по следующим направлениям

- обновление существующего модельного ряда
  - в 2008 году будут поставлены на производство автомобили LADA Kalina универсал, LADA Priora хэтчбек;
  - в 2009 году будет поставлен на производство автомобиль LADA Priora универсал
- выпуск с 2011 года новых семейств автомобилей классов В и С
- создание нового автомобиля класса SUV
- выпуск моделей, в основном спортивных, сконструированных на базе серийных автомобилей (купе и т.п.).



28/05/2008

значительное увеличение производства. Если в 2007 году АвтоВАЗ продал 663,5 тыс. автомобилей, а Renault собрала 80 тыс. машин, то уже к 2012 году партнеры планируют совместно выпускать 1,2 млн. машин в год. А уже к 2014 году, только на заводе в Тольятти планируется выпускать до 1,5 млн. автомобилей в год.

Альянс с Renault не должен сказаться на сотрудничестве с другими партнерами АвтоВАЗа, в частности, с General Motors. «ГМ-АвтоВАЗ» — СП, созданное АвтоВАЗом, GM и ЕБРР. СП производит автомобили с 2002 года. В настоящее время предприятие выпускает только внедорожники Chevrolet Niva. Модель Chevrolet Viva недавно была снята с производства.

С приходом на завод французских менеджеров из компании Renault ситуация может измениться, но оценить реальные последствия появления стратегического инвестора до опубликования нового бизнес-плана сложно. Специалисты АвтоВАЗа и Renault вместе работают над бизнес-планом АвтоВАЗа, его публикация ожидается к концу этого года. В документе будут определены конкретные задачи предприятия на 2009-2012 годы. Кроме того, в бизнес-план будет внесен список мероприятий по снижению затрат на производство, повышению качества выпускаемых автоконцерном автомобилей. Сейчас руководство Волжского автозавода рассматривает несколько вариантов работы с различными поставщиками комплектующих, как отечественными, так и иностранными. Производственные издержки вполне можно уменьшить за счет сокращения раздутого управленческого аппарата АвтоВАЗа, а также вывода ряда непрофильных активов.

За 4 месяца 2008 года россияне приобрели 212,2 тыс. машин тольяттинского автогиганта, что на 22,8% больше, чем в аналогичном периоде 2007 года. Традиционно наибольшим спросом пользовались классические модели («пятерки» и «семерки»): с января по апрель было продано 59,6 тыс. автомобилей. Чуть меньше за этот же период было реализовано автомобилей «десятого» семейства (LADA 111,112 и Priora) — 57,9 тыс. На третьем месте в структуре продаж концерна — автомобили семейства Samara (продано 56,6 тыс. штук). LADA Kalina разошлась за четыре месяца в количестве 30,6 тыс. штук, «Нивы» — 7,5 тыс. штук. Экспортные поставки АвтоВАЗа за этот период также выросли. За рубеж было отправлено на 15%

#### Снижение затрат в ОАО «АвтоВАЗ» будет осуществляться путем:

- внедрения системы бережливого производства
- применения опыта зарубежных компаний по декостингу
- заключения долгосрочных контрактов с поставщиками
- оптимизации управления активами
- выхода на системных поставщиков в рамках новых проектов

#### Розничные продажи автомобилей по сегментам

Сегмент	Доля рынка	
	2006	2007
Новые автомобили российских марок	42,3%	31,5%
Автомобили LADA, включая сборки ИЖавто и РосЛада	37,3%	28,6%
В том числе LADA только сборки ОАО «АвтоВАЗ»	35,6%	27,7%
Другие отечественные автомобили	5,0%	3,0%
Новые автомобили иностранных марок	57,7%	68,5%
ИТОГО:	100%	100%

Источник: данные компании



28/05/2008

больше, чем за аналогичный период 2007 года — всего более 37,4 тыс. машин.

Дилеры отмечают, что автомобили LADA вновь конкурентоспособны, чему способствовало то, что АвтоВАЗ, в отличие от своих конкурентов, не поднимал цены в течение 18 месяцев. С 1 мая АвтоВАЗ повысил цены на 1% на весь модельный ряд LADA, однако это не должно существенно сказаться на возросшем спросе. Неожиданно высокий спрос, а также выполнение государственных и корпоративных заказов привели к дефициту на рынке моделей автоконцерна. Наибольший дефицит наблюдается на «семерку», «Ниву», а также новые модели — универсал LADA Kalina и хетчбэк LADA Priora, говорят дилеры. Для удовлетворения спроса завод с марта ввел рабочие субботы. Кроме того, в связи с возникшим дефицитом был повышен план по выпуску LADA 4x4 с запланированных 30 тыс. до 45 тыс. автомобилей. В данной ценовой категории у вазовского внедорожника нет конкурентов, и спрос на «Ниву», по словам дилеров, в полтора раза превышает предложение. Chevrolet Niva тоже в дефиците, но не таком остром.

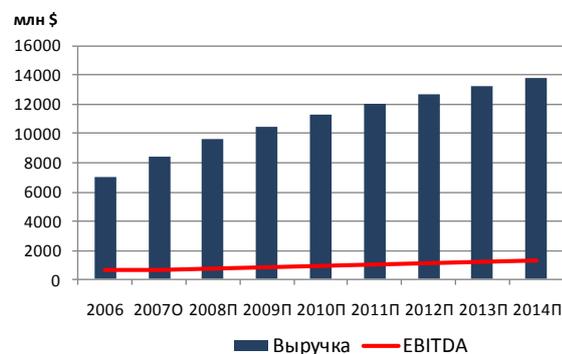
Росту продаж, наметившемуся с середины 2007 года, также способствовала и удачная маркетинговая политика АвтоВАЗа. Рекламный бюджет АвтоВАЗа в 2007 году составил 600 млн. рублей, в 2008 году планируется его увеличение на 20%.

Кроме того, с середины 2007 года началась оптимизация модельного ряда: появились «голые» Kalina — без усилителя руля, с дешевой обивкой сидений, — но на 16 000 рублей дешевле самых бюджетных комплектаций (238 000 рублей). Повышению конкурентоспособности способствовало также и введение трехлетней гарантии на переднеприводные модели, и появление у Kalina и Priora ABS и подушек безопасности водителя и пассажира. Во 2-м квартале 2008 года эти же модели появятся с кондиционером.

Тем не менее, необходимо отметить, что высокие темпы роста продаж отчасти можно объяснить эффектом низкой базы, когда в аналогичном периоде прошлого года у АвтоВАЗа возникли проблемы со сбытом продукции. При сравнении с аналогичным периодом 2006 года темпы роста выглядят не столь впечатляющими.

## Основные финансовые показатели

Показатели (\$млн.)	2006	2007О	2008П
Выручка	6 991	8 328	9 560
Темпы роста выручки	26,1%	19,1%	14,8%
Валовая прибыль	1 185	1 347	1 532
Валовая рентабельность	16,9%	16,2%	16,0%
ЕБИТДА	612	650	746
Рентабельность ЕБИТДА	8,7%	7,8%	7,8%



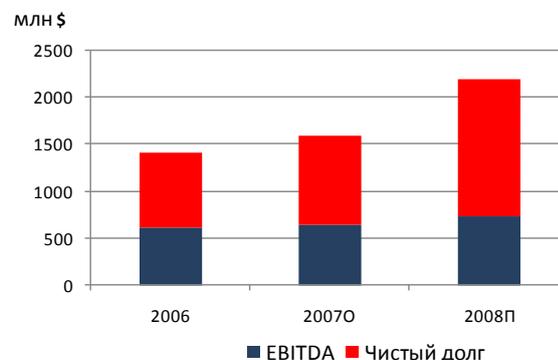
28/05/2008

## Позитивные факторы

- градообразующее положение;
- наличие развитой дилерской сети;
- наличие развитой сети послепродажного обслуживания автомобилей и сравнительно низкая стоимость запасных частей и сервисного обслуживания;
- высокий уровень известности торговой марки LADA в России и за рубежом;
- наметившееся улучшение информационной и финансовой прозрачности компании;
- наличие стратегического инвестора в лице Renault. Возможность получения доступа к новым технологиям, что поможет в более короткие сроки и с меньшими затратами обновить модельный ряд;
- государственная поддержка в лице главного акционера — ФГУП «Рособоронэкспорт».

## Негативные факторы

- продолжающееся снижение занимаемой доли рынка вследствие растущей конкуренции со стороны дешевых иномарок, в том числе, собираемых в России;
- являясь вертикально интегрированной структурой, АвтоВАЗ производит многие автокомплекующие самостоятельно, что не является эффективным из-за снижения масштабов производства. Кроме того, подразделения Группы по производству комплектующих нуждаются в значительных инвестициях.



## Прогноз финансовых показателей и оценка стоимости акций

ОАО «АвтоВАЗ» готовит консолидированную бухгалтерскую отчетность по МСФО. В этом году компания обещает опубликовать ее раньше — в мае-июне. По оценкам компании показатель EBITDA по всей группе должен составить \$630-650 млн., что соответствует росту на 6,2%. На увеличение размера выручки, среди прочих, оказали влияние следующие факторы:

- увеличение доли более дорогостоящих моделей в общем объеме продаж автомобилей;
- увеличение средней цены продажи автомобилей в 2007 году, относительно 2006 года.



28/05/2008

Мы считаем, что в связи с ростом конкуренции в нишевом для АвтоВАЗа сегменте рынка, по-прежнему медленном обновлении модельного ряда, компания будет продолжать сдавать свои рыночные позиции. В отсутствие информации о планах по развитию компании, мы заложили в нашей модели консервативный вариант развития событий. Мы считаем, что несмотря на демонстрируемый компанией рост продаж за январь-апрель 2008 года, он носит сезонный характер и должен стабилизироваться к концу года. Мы ожидаем замедления темпов роста выручки с 14,8% в 2008 году до 3,9% в 2014 году, таким образом, CAGR 08-14 составит 9,6%.

Мы также считаем, что компании удастся несколько снизить операционные издержки, вследствие чего мы прогнозируем рост рентабельности по EBITDA с 7,8% в 2008 году до 9,6% к 2014 году.

Мы также заложили в нашу модель достаточно высокий уровень капитальных затрат. В отсутствие данных об инвестиционном плане компании, при построении модели мы ориентировались на сумму, названную президентом АвтоВАЗа Б.Алешиним, считающим, что для реструктуризации предприятия и расширения производства компании понадобится \$3,5 млрд. (по данным Интерфакс).

Для оценки применялся метод дисконтирования денежных потоков.

Показатели (млн. \$)	2006	2007E	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F
Выручка	6 991	8 328	9 560	10 448	11 263	12 001	12 662	13 248	13 762
Темпы роста выручки	26,1%	19,1%	14,8%	9,3%	7,8%	6,6%	5,5%	4,6%	3,9%
Валовая прибыль	1 185	1 347	1 532	1 696	1 821	1 930	2 038	2 126	2 250
Валовая рентабельность	16,9%	16,2%	16,0%	16,2%	16,2%	16,1%	16,1%	16,1%	16,3%
ЕБИТДА	612	650	746	859	946	1 028	1 122	1 205	1 326
Рентабельность ЕБИТДА	8,7%	7,8%	7,8%	8,2%	8,4%	8,6%	8,9%	9,1%	9,6%

Показатели (млн. \$)	2007E	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F
ЕБИТ	394,3	457,3	556,5	629,1	698,0	777,5	847,0	960,8
Налог на прибыль	-68,0	-80,4	-100,8	-116,6	-131,7	-149,8	-165,5	-193,3
Амортизация	283,7	288,5	302,5	316,5	330,4	344,4	358,4	365,4
Капиталовложения	-317,1	-500,0	-500,0	-500,0	-500,0	-500,0	-500,0	-500,0
Изменение рабочего капитала	-131,4	-62,4	-80,0	-71,6	-86,2	-86,0	-129,6	-83,5
<b>Приведенный FCF</b>	<b>143,80</b>	<b>81,64</b>	<b>125,81</b>	<b>161,77</b>	<b>173,80</b>	<b>192,42</b>	<b>182,07</b>	<b>217,06</b>



28/05/2008

Основные предположения	
Стоимость долга	6,46%
Налоговая ставка	24%
Вес долга	0,71%
Стоимость акционерного капитала	12,35%
Вес акционерного капитала	99,29%
Бета	1,25
WACC	12,31%

Анализ чувствительности					
	11,00%	12,00%	12,31%	13,00%	14,00%
1,00%	2,26	1,92	1,83	1,64	1,41
1,50%	2,36	2,00	1,90	1,71	1,46
2,00%	2,49	2,09	1,99	1,78	1,52
2,50%	2,62	2,20	2,09	1,86	1,58
3,00%	2,77	2,31	2,19	1,95	1,65

Таким образом, целевая цена для обыкновенных акций ОАО «АвтоВАЗ» на конец 2008 года с учетом изменений в уставном капитале составляет \$1,99, что подразумевает потенциал роста 10,59%. Целевая цена привилегированной акции составляет \$0,79, потенциал роста — 3,09%. Мы выставляем рекомендации «Держать» по обоим типам акций.



28/05/2008

Компания «УНИВЕР Капитал» предлагает полный спектр обучения для работы на фондовом рынке

## Учебный центр

«Твои биржевые УНИВЕР ситеты» предлагает 4 различных курса:

- Практикум успешной биржевой торговли
- Фьючерсы и опционы
- Технический анализ
- Индивидуальный курс

Занятия проводят профессиональные управляющие активами, опыт работы которых на фондовом рынке более 10 лет.

Записаться на занятия можно:

По телефонам в Москве: (495) 661-25-05, а также 8-800-700-555-0 (бесплатная линия)  
Заполнив форму на сайте компании <http://univer.ru/capital/services/teach/>



Настоящий материал был подготовлен специалистами аналитического отдела ИГ «УНИВЕР». При подготовке настоящего материала были использованы данные, которые мы считаем достоверными, однако не гарантируем их полноту и точность. Оценки, высказанные в материале, являются частным мнением специалистов аналитического отдела ИГ «УНИВЕР». Данный материал носит исключительно информационный характер и не должен рассматриваться как предложение к совершению каких-либо сделок с какими-либо ценными бумагами или как руководство к другим действиям. Компания и ее сотрудники не несут ответственности за прямой или косвенный ущерб, наступивший вследствие использования данной публикации, а также за достоверность содержащейся в ней информации.

Информация, содержащаяся в материале действительна только на дату публикации, и Компания оставляет за собой право вносить или не вносить в данный материал изменения без предварительного уведомления. Компания, ее сотрудники и аффилированные лица могут в некоторых случаях покупать, продавать (иметь короткие или длинные позиции) или держать ценные бумаги эмитентов, упомянутых в материале. Компания также может периодически выступать в качестве инвестиционного консультанта компаний, информация о которых содержится в данной публикации, либо предлагать свои услуги в сфере инвестиционного консалтинга этим компаниям.

Компания осуществляет свою деятельность в Российской Федерации. Данный материал может использоваться инвесторами на территории РФ при условии соблюдения российского законодательства. Использование публикации за пределами Российской Федерации должно подчиняться законодательству той страны, в которой оно осуществляется.

Компания обращает внимание, что операции с ценными бумагами связаны с риском и требуют ответствующих знаний и опыта. Распространение, копирование и изменение материалов Компании не допускается без получения предварительного письменного согласия Компании. Дополнительная информация предоставляется на основании запроса



28/05/2008

ООО «УНИВЕР Капитал»

**Головной офис:**

119435, г. Москва, Саввинская наб., д. 25-27, стр. 3

Телефон/факс: (495) 792-55-50, 245-34-34

[www.univer.ru](http://www.univer.ru)

E-mail: [univer@univer.ru](mailto:univer@univer.ru)

**Представительства:**

614000, г. Пермь, Большевикская 75, офис 207

Телефон: +7 (342) 233-45-45

E-mail: [perm@univer.ru](mailto:perm@univer.ru)

344002, г. Ростов-на-Дону, пр-т Буденновский 26/57, офис 10, 13

Телефон: (863) 269-58-25, 269-54-08

E-mail: [rostov@univer.ru](mailto:rostov@univer.ru)

420021, г. Казань, ул. Татарстан 20, офис 300

Телефон: (843) 240-40-35

E-mail: [kazan@univer.ru](mailto:kazan@univer.ru)

350015, г. Краснодар, ул. Красная, д. 154, 6 этаж

Телефон: (861) 274-76-04, 274-76-05

E-mail: [krasnodar@univer.ru](mailto:krasnodar@univer.ru)

410004, г. Саратов, ул. Чернышевского д. 60/62 «А», 3 этаж

Телефон: (8452) 34-44-44, 45-96-92

E-mail: [saratov@univer.ru](mailto:saratov@univer.ru)

650099, г. Кемерово, ул. Красная д.19А, офис 319

Телефон: (3842) 39-00-49

E-mail: [kemerovo@univer.ru](mailto:kemerovo@univer.ru)

