

edrichshafen AG, Knorr-Bremse Systeme für Nutzfahrzeuge GmbH и Federal Mogul. Стоит отметить и диверсифицированность продукции КамАЗа: кроме традиционной продукции дочерние предприятия КамАЗа выпускают различные модификации автобусов, бетоновозы и тракторы».

ОСОБЫЙ ГРУЗ В целом, как признают аналитики, крупнейшие производители грузового и строительного транспорта КамАЗ и группа ГАЗ наравне с производителями автокомпонентов имеют наилучшие перспективы развития в долгосрочном плане. «Спрос на грузовые автомобили и дорожную технику основан на росте российской промышленности и грядущих инвестициях в крупные инфраструктурные проекты», — поясняет Павел Лаберко. «За счет роста строительной отрасли конкуренция со стороны иностранных автопроизводителей на рынке грузовиков и строительной техники чувствуется не так остро, как в сегменте легковых автомобилей», — говорит Севастьян Козицын. — По нашим оценкам, потенциал роста акций ГАЗа составляет примерно 30%. Компания стремится сокращать свои расходы, в том числе за счет переноса в 2007 году своей штаб-квартиры в Нижний Новгород. Она приступает к выпуску новых моделей легкого коммерческого автомобиля Maxus и легкового Siber на платформе Chrysler Sebring».

На сегодняшний день группа ГАЗ, основным акционером которой является холдинг «Русские машины», включает в себя 18 предприятий автомобилестроения и машиностроения в десяти регионах России и в Великобритании (LDV). По данным компании, в 2007 году консолидированная выручка группы ГАЗ от реализации продукции превысила 150 млрд рублей, перекрыв на 30% уровень 2006 года. Доля рынка группы ГАЗ в сегменте LCV (легкого коммерческого транспорта) превысила 55% по итогам 2007 года (в 2006 году она составила 46%). Консолидированная выручка от реализации среднетоннажных грузовых автомобилей за 2007 год достигла 10 400 млн рублей, показав рост свыше 32% по сравнению с уровнем 2006 года.

«Мы рекомендуем к покупке акции ГАЗа, считая, что их потенциал роста составляет 30–50% в течение ближайших двух-трех кварталов», — говорит Алексей Логвин. — По нашему мнению, ГАЗ и КамАЗ могут рассчитывать на государственную поддержку в той или иной форме, поскольку развитие производства грузового транспорта может рассматриваться как стратегически важное».

С этим мнением соглашается Игорь Краевский, который также считает, что рост в сегменте дорожно-строительной техники будет поддерживаться увеличением государственных расходов на реализацию ФЦП развития регионов и строительство инфраструктуры. Кроме того, группа ГАЗ обладает широко диверсифицированной номенклатурой продукции, что снижает риски падения продаж в каком-то сегменте, отмечает аналитик. «Мы ожидаем дальнейшего роста как в сегменте легковых автомобилей (за счет запуска в 2008 году проекта Siber), так и в сегменте грузовых автомобилей и автобусов, а также дорожно-строительной техники», — говорит Игорь Краевский. — Наша целевая цена по акциям ГАЗа — \$230, потенциал роста — 38%. В «Ренессанс Капитале» справедливой ценой акций ГАЗа считают \$215 за штуку, в ИК «Тройка Диалог» — \$265.

АНТИКРИЗИСНОЕ УПРАВЛЕНИЕ Говоря об облигациях российских автопроизводителей, аналитики прежде всего отмечают, что они оказались довольно устойчивы во время последнего кризиса на долговом рынке.

Павел Лукьянов, руководитель группы анализа долгового рынка банка «Союз»: «С учетом автосервисных и автотрейдинговых компаний в сегменте в настоящее время в обращении находится 20 выпусков на общую сумму 38,4 млрд рублей, что составляет около 3% всего рынка рублевых корпоративных облигаций. В целом автомобильные облигации

достаточно успешно перенесли кризис ликвидности и падение рынка. Увеличение доходности по наиболее надежным с точки зрения кредитного качества выпускам (первый выпуск «ГАЗ-Финанс», второй выпуск «Северсталь-авто») за 2007 год составило всего 100–150 базовых пунктов (б. п.), тогда как в среднем по второму эшелону наблюдалось увеличение ставок на 200 б. п. Слабее оказались бумаги АвтоВАЗа — доходность по его облигациям третьего выпуска выросла за тот же период с 7,85% до 11,0%, что было вызвано неопределенностью вокруг компании, хотя серьезного ухудшения кредитного качества мы не наблюдали».

Ольга Ефремова, аналитик инвестиционного департамента банка «Зенит»: «Одной из наиболее значимых характеристик сегмента автомобилестроения является стремление отечественных автопроизводителей противостоять конкуренции со стороны иномарок. И все без исключения представители отрасли, присутствующие на долговом рынке, находятся в стадии активной реализации инвестиционных мероприятий по развитию производства. Но можно отметить, что модели развития компаний существенно различаются. Так, например, ГАЗ, КамАЗ и АвтоВАЗ в большей степени ориентируются на развитие собственного ассортимента, его модификаций, а также центра-

КРУПНЫЕ АТПОПРОИЗВОДИТЕЛИ СЕЙЧАС ИЗЫСКИВАЮТ ИСТОЧНИКИ СРЕДСТВ, ИСПОЛЬЗУЯ МЕХАНИЗМ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ. КОСВЕННЫМ ОБРАЗОМ ЭТО МОЖЕТ СУЩЕСТВЕННО ПОВЫСИТЬ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ ИХ ОБЛИГАЦИЙ



цию в тех сегментах, где у компании на текущий момент уже завоеваны сильные позиции. А в стратегии «Иж-авто» и «Северсталь-авто» очевидна ориентация на сборочное производство иномарок, хотя «Северсталь-авто» не забывает и о собственных внедорожниках.

Мы полагаем, что независимо от генеральной линии стратегии развития наиболее значимым фактором инвестиционной привлекательности является эффект от проводимых мероприятий. При этом, естественно, наиболее привлекательны для инвесторов бумаги тех эмитентов, кому удастся развиваться без заметного ущерба для текущего финансового состояния. В этом смысле от остальных несколько отстает «Иж-авто». Во-первых, это менее крупное предприятие, а, во-вторых, наиболее зависимое от заемного финансирования».

ПЕРЕЛОМ ТРЕНДА Но всякий кризис рано или поздно заканчивается, и рынок рублевых облигаций рано или поздно «проснется». Причем произойти это может уже в нынешнем году. И тогда новые тенденции в российском автопроме могут позитивно сказаться на котировках облигаций отечественных компаний. Не все эксперты рынка настроены оптимистично, однако большинство из них все же рекомендует инвестировать в отрасль.

Павел Лукьянов: «Компании твердого второго эшелона могут быть интересны для инвесторов на горизонте около полугодия при доходности около 10%. Поэтому мы рекомендуем нашим клиентам наращивать в своих портфелях доли облигаций ГАЗа и АвтоВАЗа. Кроме того, в ближайшее время в секторе компаний-производителей будет ощущаться дефицит новых бумаг, поэтому при нормализации рыночных условий облигации указанных компаний должны показать опережающую динамику. Инвесторам с более высокими ориентирами по доходности мы рекомендуем обратить внимание на автосервисные и автоторговые компании. Например, за календарный год доходность облигаций «СОК-Автокомпонент» сократилась более чем на 100 б. п., до 11% годовых».

Ольга Ефремова: «В случае разворота рыночного тренда все бумаги сектора автомобилестроения имеют очень

хорошие перспективы. Пока же конъюнктура сохраняется напряженной, но можно выделить несколько инвестиционных стратегий.

Для наиболее рискованных инвесторов интересным может оказаться второй выпуск «Иж-авто». Участниками рынка может двигаться ожидание позитивного новостного фона либо появления сильных акционеров. Исходя из текущих котировок (значительно ниже номинала), выпуск может быть интересен как вложение на срок до оферты по номиналу (в декабре 2008 года). Для консервативных инвесторов, ориентированных в первую очередь на выпуски из Ломбардного списка, наиболее привлекательными могли бы стать облигации первого выпуска «Северсталь-авто», входящие в список А1 ММВБ. Для инвесторов, придерживающихся «защитной стратегии», потенциально интересны могут быть выпуски с дюрацией до года, в частности вторые выпуски КамАЗа и ГАЗа. При этом при сопоставимой дюрации бумаги ГАЗа выглядят привлекательнее ввиду более высокого купона — 9,3% против 8,45%».

Дмитрий Ибрагимов, начальник отдела долговых обязательств ИГ «Универ»: «2008 год обещает быть непростым для автомобильной отрасли ввиду сильного давления внешней конкуренции. Конечно, многие компании пере-

валифицировались в сборочные производства иномарок, что в итоге должно позитивно сказаться на их развитии. Тем не менее зачастую такая стратегия не дает, как, например, в случае с «Иж-авто», перейти на новый уровень кредитного качества. Мы считаем, что лучше себя должны чувствовать компании, обладающие своими собственными нишами на российском рынке и потому более защищенные от агрессивной экспансии импорта. К таким компаниям мы относим КамАЗ, ГАЗ и «Северсталь-авто». С перспективой инвестирования в четыре-шесть месяцев рекомендую выбрать облигации с короткой дюрацией. Например, третий выпуск АвтоВАЗа и второй выпуск КамАЗа. Для инвесторов, склонных к риску, подойдет второй выпуск «Иж-авто»».

Владимир Евстифеев, аналитик долговых рынков ИФК «Алемар»: «Изменения в отрасли сформировали ряд интересных стратегических инвестиций. Перенос сроков IPO автопроизводителей на следующий год может снизить интерес к фондовым активам отрасли и переключить внимание инвесторов именно на долговой рынок. Среди фаворитов можно выделить бумаги КамАЗа: компания отличается низким уровнем долговой нагрузки. Более того, компания реализует множество совместных проектов, что делает вероятным нахождение стратегического партнера и инвестора. Видимо, второй выпуск КамАЗа будет востребован рынком. Основная угроза для цены — ожидание более высокой ставки купона при размещении нового выпуска. Однако маловероятно, что компания пойдет на размещение в первом полугодии».

ДОРОГА ЗА ГОРИЗОНТ Для новых размещений конъюнктура рынка рублевых облигаций в настоящее время неблагоприятна. Но еще менее она благоприятна для IPO на рынке акций. А производство, пусть даже и совместное, развивать необходимо. Крупные компании изыскивают источники средств, используя механизм слияний и поглощений (M&A). Аналитики отмечают, что это может косвенным образом существенно повысить привлекательность существующих облигаций для частного инвестора.

Владимир Евстифеев: «В перспективе четырех-шести месяцев я рекомендую обратить внимание на облигации

второго выпуска «Иж-авто». Помимо значительно просевшей цены по выпуску, которая предоставляет спекулятивные возможности для покупки, долги компании интересны с точки зрения возможных сделок M&A с более крупными автопроизводителями. Сделка по приобретению пакета акций АвтоВАЗа французской Renault может привести к активизации M&A в секторе автопрома. Основной акционер «Иж-авто» компания СОК предложила АвтоВАЗу купить завод в Ижевске. На наш взгляд, это предложение должно заинтересовать волжского производителя, поскольку для совместного производства с Renault ему неизбежно потребуются новые производственные площади. В случае поглощения АвтоВАЗом «Иж-авто» его облигации имеют потенциал сокращения спреда к доходности АвтоВАЗа на 450–500 базовых пунктов. В случае же отказа АвтоВАЗа от сделки Ижевский автозавод может купить корейская KIA, которая давно проявляет интерес к его сборочным площадям».

Государство также не остается в стороне от проблем автомобильной отрасли. Как известно, «Рособоронэкспорт» является крупным акционером двух российских автогигантов — КамАЗа и АвтоВАЗа. И оба производителя могут рассчитывать не только на размещение на предприятиях части оборонного заказа, но и на поддержку государства на финансовом рынке. Поэтому аналитики полагают, что новые размещения облигаций этих эмитентов могут состояться в 2008 году, невзирая даже на неблагоприятную конъюнктуру рынка.

Дмитрий Ибрагимов: «Говоря о предстоящих размещениях, можно отметить, что КамАЗ планирует на 2008 год третий выпуск облигаций на сумму 6,5 млрд рублей сроком на пять лет. Будет ли это интересно инвесторам, зависит от состояния рынка на момент размещения. Однако государство может помочь крупнейшему в России производителю грузовиков, акционером которого оно является».

Владимир Евстифеев: «В среднесрочной перспективе только АвтоВАЗ и «КамАЗ» запланировали выпуски облигаций объемом 10 млрд и 6,5 млрд рублей соответственно. Я полагаю, что в ближайшее время размещение может состояться лишь у АвтоВАЗа, как лидера отрасли. В этом случае компании придется искать компромисс между желаемой и реальной стоимостью денег, ведь разместить «в рынок» 10 млрд рублей при текущей конъюнктуре весьма затруднительно. Правда, АвтоВАЗу может помочь «Рособоронэкспорт», который способен пролоббировать практически частное размещение облигаций компании — например, в пользу ВТБ или Сбербанка».

Если же рассматривать отрасль шире и учитывать размещение не только производителей, но и продавцов техники, то для частного инвестора открываются интересные возможности участия в первичных размещениях автомобильного ритейла. Этот сегмент рынка пока не насыщен и стремительно развивается, что позволяет авторитейлерам предлагать высокую доходность по бумагам.

Павел Лукьянов: «Автотрейдеры предлагают доходность порядка 12,5–13,0%, которая находится на таком высоком уровне в силу общих тенденций среди компаний розничного сектора. Однако в отличие от продуктового ритейла, рынок продаж автомобилей еще далек от насыщения, и мы не ожидаем продолжения серьезного роста доходности. В этом сегменте в ближайшем месяце-полтора ожидается выпуск облигаций «Хэнзд Финанс». Мы полагаем, что большая потребность в среднетоннажных грузовиках и автобусах будет поддерживать спрос на продукцию компании. При возможном спреде к ОФЗ в районе 500–600 б. п. эти бумаги могут быть интересны инвесторам». Ольга Ефремова: «Среди уже зарегистрированных выпусков интересным может стать выпуск «Хэнзд Финанс» (зарегистрирован в декабре 2007 года). По данной бумаге ожидается характерная для ритейла высокая доходность». ■

