

ОАО "АвтоВАЗ"

Машиностроение

Текущая цена	790,00р.
Фундаментальная оценка	1 048,37р.
Потенциал роста / падения	32,7%

Рекомендация

долгосрочно	краткосрочно
Покупать	Вместе с рынком

Финансовые показатели

МСФО, \$

млн. руб. в ценах на 31 дек. 2003 г.

	2002	2003	2004п
Основные показатели			
Выручка	3 758	4 261	4 630
ЕБИТДА	372	399	461
Операционная прибыль (ЕБИТ)	187	194	231
Чистая прибыль	34	96	93
Свободный денежный поток	-146	15	-36
Совокупный долг	418	761	796
Собственный капитал	2 015	2 656	2 734
Рыночная капитализация	578	716	969

Показатели рентабельности

по операционной прибыли	5,0%	4,6%	5,0%
по чистой прибыли	0,9%	2,3%	2,0%
Собственного капитала (ROE)	1,7%	3,6%	3,4%
Инвестир. капитала (ROC)	5,8%	4,3%	5,0%

Ценовые показатели

Цена / выручка	0,15	0,17	0,21
Ст-сть предприятия / ЕБИТДА	1,12	1,91	1,73
Цена / прибыль	16,99	7,46	10,37
Цена / денежные потоки	отр.	47,74	отр.
Прибыль на акцию	1,25	3,53	3,43
Дивиденд на обычн. акцию	\$0,16	\$0,23	\$0,17
Дивиденд на прив. акцию	\$0,53	\$3,61	\$4,68

Статистика

Количество выпущенных акций, шт.	
обыкновенные	27 194 624
привилегированные	4 930 034

Павел Данилов
 тел. (343) 26-26-808
danilov@unicompartner.ru

КОРОТКО:

- ОАО "АвтоВАЗ" является конгломератом машиностроительных предприятий и занимает 13 место по объему продаж среди всех российских компаний.
- На предприятии сложилась классическая инсайдерская модель управления: в руках менеджеров находится более 55% акций.
- Наибольшую угрозу для рыночных позиций АвтоВАЗа в ближайшие годы будут представлять иностранные сборочные производства.
- Среднегодовой рост российского рынка легковых автомобилей до 2010 года составит 8%, а доля АвтоВАЗа будет медленно снижаться с 46% до 35%.
- Производственные мощности компании в последние годы используются на 100%. Инвестиционные проекты предусматривают радикальное обновление модельного ряда и увеличение мощностей на 36% до 950 тыс. автомобилей в год.
- Финансовое состояние АвтоВАЗа характеризуется устойчиво низкой рентабельностью и низкой долгой нагрузкой, которая в дальнейшем будет увеличиваться.
- Риски инвестирования в акции АвтоВАЗа обусловлены возрастающей активностью конкурентов и предстоящей реализацией крупных инвестиционных проектов.
- Справедливая оценка одной обыкновенной акции повышена до 1048,37 руб. (\$35,9), что на 32,7% выше текущей рыночной цены. Это подтверждает анализ сравнительных показателей. Новая долгосрочная рекомендация в отношении акций АвтоВАЗа - **Покупать**.



Визитная карточка компании.

Волжский автозавод был построен в 1966-1970 годах и на протяжении 34 лет занимается производством автомобилей на базе моделей итальянского концерна FIAT. Согласно рейтингу крупнейших предприятий, который ежегодно составляет журнал “Эксперт”, АвтоВАЗ занимает 13 место среди всех компаний по объему продаж и первое – в машиностроительной отрасли.

В настоящее время в структуру ОАО “АвтоВАЗ” помимо автозавода также входят 25 дочерних компаний со 100% участием и более 200 предприятий с долевым участием. Дочерние предприятия занимаются реализацией продукции завода, производством и поставкой комплектующих.

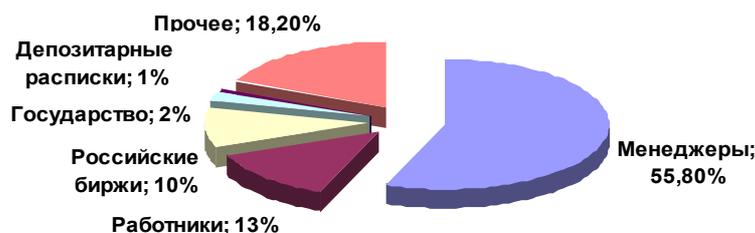
Компания выпускает наиболее популярные в России автомобили марки Жигули и LADA. В числе новых разработок “АвтоВАЗа” автомобили “Калина”, Chevrolet-Niva и Chevrolet-Viva.

Структура акционеров АвтоВАЗа может быть определена лишь с определенной степенью точности. Компания раскрывает информацию о крупнейших держателях акций, однако в качестве таковых присутствуют номинальные держатели, а не собственники акций. Так, на 1 июля 2004 года 35,9% обыкновенных акций находится в “ЦМД”, 12,5% в “ДКК”, 5,4% - в “НДЦ”. Крупным собственником акций АвтоВАЗа является аффилированное с менеджментом компании ЗАО “Центральное отделение Автомобильной финансовой корпорации” – 19,9%. Мы полагаем, что менеджмент в совокупности контролирует не менее 55,8% акций (19,9%+35,9%). 2% акций находится в собственности государства, а 1% – конвертирован в ADR, около 10% обращается на российских биржах. Большая часть остальных акций находятся в собственности работников.

Отметим, что в 2004 году компания планировала получить листинг на Лондонской фондовой бирже, разместив до 7% акций в форме депозитарных расписок, однако размещение было отложено до лучших времен.

Процедура получения листинга предполагает раскрытие полной информации об акционерах компании. Менеджеры завода также заявляли о проведении переговоров с одним из западных инвестиционных фондов о продаже 5-7% акций “АвтоВАЗа”.

Структура акционерного капитала ОАО “АвтоВАЗ”



Источник: оценка Уником Партнер

Структура акционеров отражается и на совете директоров, большинство в котором имеют менеджеры предприятия. 9 из 12 членов совета являются работниками АвтоВАЗа и его подразделений.

Таким образом, в компании сложилась классическая инсайдерская модель управления.

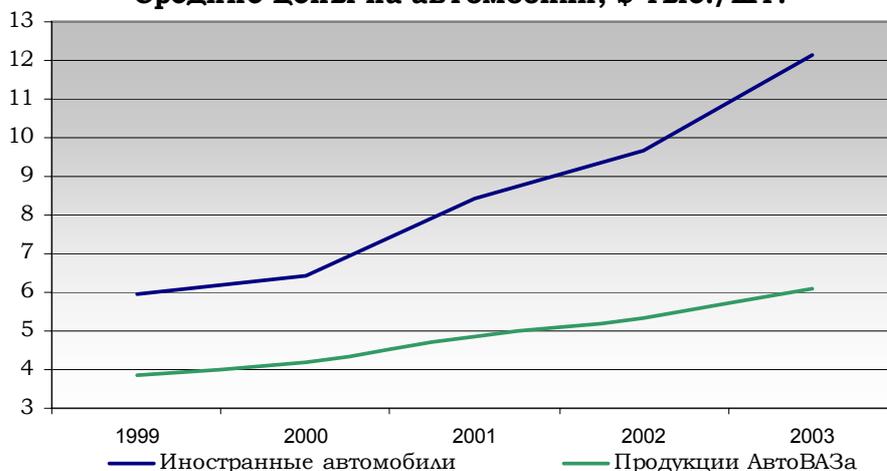
Анализ рынка легковых автомобилей.

Рынок легковых автомобилей в России развивается очень динамично. По нашим оценкам, продажи автомобилей в период с 2000 по 2003 год выросли на 19%, а ближайшие 7 лет рост среднегодовой рост продаж составит 6,8%. Однако в ближайшие годы на российском рынке автомобилей будут происходить серьезные структурные изменения, которые обусловлены ростом доходов населения.

Во-первых, доля рынка российских производителей продолжит сокращаться. Отечественные автозаводы, в том числе «АвтоВАЗ», пока не умеют выпускать качественные автомобили для населения с высокими доходами. Население россияне со средними доходами последние 4 года предпочитают покупать подержанные иностранные автомобили, вследствие чего их продажи стабильно держатся на уровне 350-400 тыс. шт. в год. Мы полагаем, что отечественные производители будут увеличивать производство, но медленнее, чем рынок в целом.

Во-вторых, доля иностранных автомобилей будет постепенно увеличиваться, однако с ростом благосостояния россиян предпочтения будут отдавать новым иномаркам. Поэтому доля подержанных автомобилей будет постепенно снижаться. Сегмент иностранных производителей будет увеличиваться за счет роста импорта новых автомобилей и организации сборки иномарок внутри России. Причем новые импортные автомобили не вступают в ценовую конкуренцию с продукцией АвтоВАЗа, так как в основном представляют более дорогой сегмент рынка и облагаются высокими пошлинами. Средняя цена одного импортируемого автомобиля в настоящее время вдвое превышает цену реализации одной машины «ВАЗ» или LADA.

Средние цены на автомобили, \$ тыс./шт.

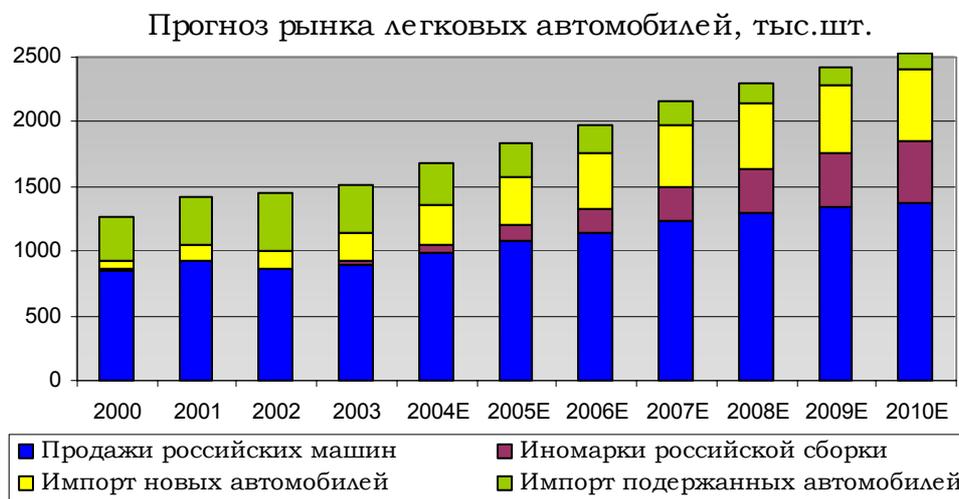


Источник: Госкомстат, оценка Уником Партнер

Таким образом, наибольшую угрозу для АвтоВАЗа представляют сборочные производства. В настоящее время в России собирают автомобили марки Hyundai на заводе ТаГАЗ (план на 2004г - 25 тыс. шт.), калининградское предприятие "Автотор" собирает автомобили марки KIA (15 тыс. шт.). Подразделение компании Ford во Всеволожске планирует собрать за текущий год 25 тыс. автомобилей. Это действующие проекты.

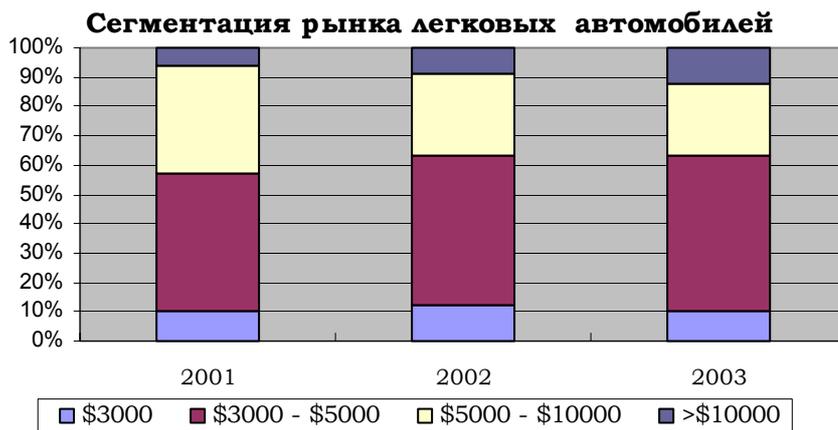
В ближайшие годы будет реализовано ещё несколько проектов. Так, с 2005 года группа "СОК" организует сборку KIA Spectra на мощностях "ИжАвто" (до 40 тыс. в год). О желании построить собственные заводы также заявляли немецкий автогигант Volkswagen, а также японская компания Toyota. Два последних проекта будут реализованы не ранее 2007 года.

Таким образом, мы предполагаем, что российское производство иномарок до 2010 года будет расти на 20-30% ежегодно, вытесняя АвтоВАЗ с рынка.



Источник: оценка Уником Партнер

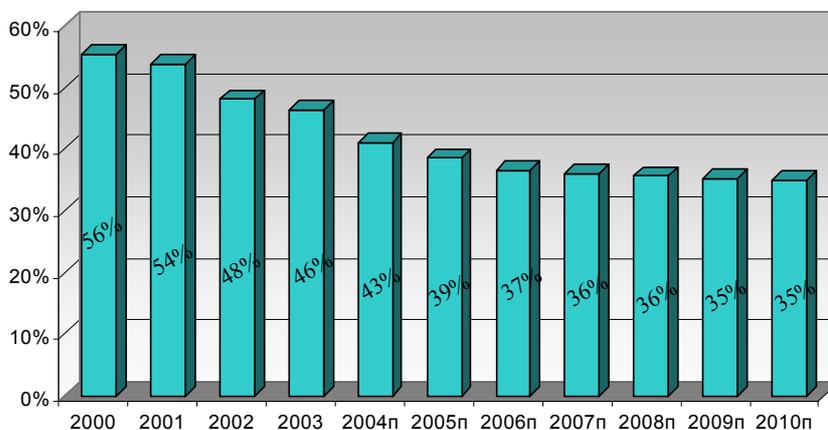
Несмотря на выявленные негативные тенденции, АвтоВАЗ по-прежнему остается крупнейшим производителем и продавцом автомобилей в России. В 2003 году предприятие выпустило 700 тысяч автомобилей. В 2004 году планируется выпустить около 690 тысяч автомобилей. Основная рыночная ниша для АвтоВАЗа – это автомобили класса С и В, стоимостью не более \$10 тыс. При сохранившемся для российских покупателей в ценовом диапазоне до 5000\$ (63% продаж), в диапазоне до 10000\$ продано 88% всех автомобилей в 2003 году. Тем не менее, наметилась тенденция увеличения доли продаж в ценовом сегменте свыше \$10 тыс./шт. В ближайшие годы этот сегмент будет расти более динамично из-за увеличения спроса потребителей на качественную и престижную продукцию..



Источник: АвтоВАЗ

Доля “АвтоВАЗа” на российском рынке в ближайшие годы, скорее всего, будет падать, поскольку он не сможет работать во всех его растущих сегментах. Однако положение компании не является катастрофическим, так как увеличение потребительского спроса затронет и традиционные автомобили ВАЗ. Таким образом, мы прогнозируем снижение рыночной доли компании до 35% к 2010 году с 47% в 2003 году. Затем при удачной реализации инвестиционных проектов по обновлению модельного ряда доля традиционного лидера российского рынка должна стабилизироваться на уровне 35-38%.

Прогноз динамики рыночной доли АвтоВАЗа



Источник: Прогноз Уником Партнер

Производственные показатели и перспективные проекты.

На предприятиях АвтоВАЗа, составляющих основу российской автомобильной промышленности, работает около 800 тыс. человек. Это составляет около 1% экономически активного населения страны. Уровень износа оборудования на многих предприятиях АвтоВАЗа составляет около 70%.

В мае текущего года министр Греф сообщил, что Правительство не планирует повышать пошлины на новые иномарки с 25% до 35%. Таким образом, российские производители, и АвтоВАЗ прежде всего, столкнулись

Данный аналитический продукт подготовлен исключительно с целью предоставления информационных услуг клиентам компании “Уником Партнер” и не может быть расценен как предложение или официальная рекомендация к покупке или продаже ценных бумаг. Представленные в настоящем документе оценки отражают точку зрения ООО “Уником Партнер” на момент выпуска документа и могут изменяться. “Уником Партнер” не несет ответственности за использование данной информации. Инвестирование в российские ценные бумаги подвержено высокому риску и инвесторы должны принимать собственные решения по вложению средств.

Права распоряжаться данной информацией принадлежат только компании “Уником Партнер” и охраняются законом. Информация, используемая в обзоре, предоставлена информационными агентствами: Reuters, Bloomberg, Финмаркет, Интерфакс, РосБизнесКонсалтинг, Прайм-ТАСС и др.

с необходимостью повышения эффективности собственной деятельности. На наш взгляд, в преддверие вступления России в ВТО Правительство будет постепенно сокращать таможенные барьеры и стремиться к рыночной конкуренции российских производителей с западными.

“АвтоВАЗ” в 2000-2003 годах максимально использовал свои производственные мощности, максимальная мощность которых, по информации компании, составляет 740 тыс. шт. в год. Соответственно, при ежегодном производстве в 700 тыс. автомобилей “АвтоВАЗ” мощности используются фактически на 100% и дальнейший рост требует реализации крупных инвестиционных проектов в ближайшие годы. В настоящий момент рост компании обеспечивается в основном за счет повышения цен на продукцию.

Основное направление развития компании связано с обновлением модельного ряда при стабилизации текущих уровней производства в натуральном выражении. В ноябре 2004 году АвтоВАЗ, наконец, начнет серийное производство модели “Калина”, которая постепенно сменит устаревшие модели 2105, 2107 и 2109. Лицензионная сборка этих моделей уже сейчас ведется на заводах ИжАвто, Рослада, на Украине и в Казахстане.

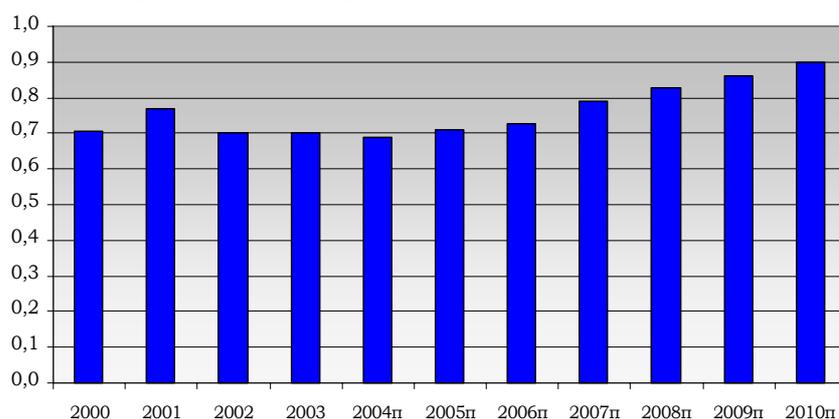
“Калина” придет на смену “Классике” и “Самаре”



Источник: АвтоВАЗ

Менеджеры АвтоВАЗа планируют выпускать 220 тыс. Калин в год. Розничная цена Калины составит \$7,5-8 тыс. На конец 2005 года также запланировано начало серийного выпуска новой модели – ВАЗ 2170. Это автомобиль для среднего класса, который придет на смену 10-й серии. Цена составит \$9-10 тыс. Отметим, что названные модели не являются принципиальными новинками.

Прогноз объемов производства ОАО "АвтоВАЗ", млн. шт.



Источник: Данные компании, прогноз Уником Партнер

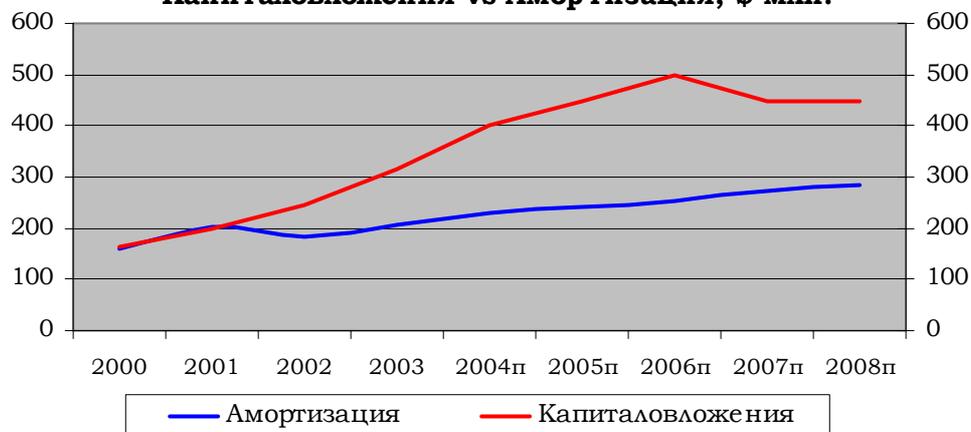
Завершение текущих инвестиционных проектов, по нашим оценкам, требует ежегодных капиталовложений в размере \$200 млн.

Кроме того, председатель совета директоров АвтоВАЗа В. Каданников недавно сообщил о планах по строительству нового завода по производству двигателей для принципиально новой модели LADA Priora. Пока детали проекта держатся в тайне, хотя известно, что партнером российского производителя выступит один из мировых лидеров автомобилестроения.

Строительство завода позволит увеличивать выпуск до 950 тыс. автомобилей к 2010 году. Однако требуемые капиталовложения, по информации представителей АвтоВАЗа, составят примерно \$500 млн. Согласно планам АвтоВАЗа, новый завод начнет функционировать с 2007 года. Поэтому в ближайшие три года мы ожидаем резкого увеличения капитальных вложений при стабильных объемах производства.

Мы полагаем, что в 2007 году начнется выпуск LADA Priora. Это приведет к увеличению объемов производства на 9% до 790 тыс. автомобилей. А капиталовложения стабилизируются на уровне \$450 млн. в год, постепенно сближаясь с начисленной амортизацией.

Капиталовложения vs Амортизация, \$ млн.



Источник: Отчетность ОАО "АвтоВАЗ", оценка Уником Партнер

Анализ финансовых показателей.

Финансовое состояние компании на сегодняшний день можно признать удовлетворительным. Консолидированная выручка по итогам 2003 г. по МСФО составила \$4261 млн. против \$3758 млн. в 2002г. (+13,4%). Высокий рост выручки в долларовом выражении при укреплении рубля является верным свидетельством того, что компания смогла воспользоваться высокими темпами роста российского рынка легковых автомобилей.

Себестоимость продукции – \$3579 млн. руб. (3101 млн. руб. в 2002). Соотношение себестоимости к выручке 2003 составило 84% против 83% в 2002 году. Таким образом, производственная рентабельность ОАО “АвтоВАЗ” остается на достаточно низком, но стабильном уровне.

Рентабельность продаж по операционной прибыли в 2003 году снизилась до 4,6% с 5,0% в предыдущем году. Мы объясняем негативную динамику укреплением реального курса рубля по отношению к доллару и евро в 2003 году. Анализ показателей рентабельности за несколько лет позволяет сделать вывод о том, что при существующих производственных мощностях и эффективности их использования нормальным уровнем рентабельности является 4-6%.

Чистая прибыль за отчетный период составила \$96 млн., что означает рост в 2,8 раза от прибыли 2002 года. Резкие колебания прибыли в последние 4 года в первую очередь были обусловлены корректировками задолженности по налогам.

Отчет о прибылях, \$ млн.

Показатель	2000	2001	2002	2003	2004n
Выручка	2954	3744	3758	4261	4630
Себестоимость реализации	2488	3067	3101	3579	3866
Доля себестоимости в выручке, %	84%	82%	83%	84%	84%
Административные расходы	302	236	285	283	303
ЕВИТДА	164	441	372	399	461
Рентабельность по ЕВИТДА	5,5%	11,8%	9,9%	9,4%	9,9%
Амортизация	159	203	185	205	230
Операционная прибыль (ЕВИТ)	5	238	187	194	231
Рентабельность по ЕВИТ, %	0,16%	6,3%	5,0%	4,6%	5,0%
Финансовые расходы	123	101	97	121	114
Прибыль до налогообложения	443	604	197	84	117
Налог на прибыль	325	55	155	-12	23
Чистая прибыль	97	459	34	96	93

Источник: Отчетность ОАО “АвтоВАЗ”, оценка Уником Партнер

Политика в области управления оборотным капиталом позволяет поддерживать достаточно высокий уровень кредиторской задолженности перед поставщиками и ограничивать задолженность покупателей (продажи без отсрочки платежа) и материальные запасы. Специфика автомобильного производства определяет отрицательный чистый оборотный капитал (NWC). На уровне -2,5% от выручки за последние 3 года, что позволит компании получать свободные денежные средства при росте продаж.

Основную долю обязательств на начало 2004 года составляли краткосрочные займы от 1 до 3 лет – 9,975 млрд. руб. (94%) выданные под 17-18% годовых. Отношение долга к акционерному капиталу в этом году составило 56%. Недавно АвтоВАЗ начал проводить целенаправленную политику секьюритизации долга. Так, в феврале 2004 АвтоВАЗ разместил облигации на российском рынке на сумму в 3 млрд. рублей. Размещение кредитных нот на \$150 млн. в третьем квартале 2004 г. является подготовительным этапом для принципиального нового источника заимствований – еврооблигаций (конец 2005 года).

Также компания собирается повысить ликвидность рынка депозитарных расписок (до 7% от уставного капитала), об этом было объявлено еще в начале марта 2004 года. В частности, ожидается выход концерна на Лондонскую фондовую биржу. В настоящий момент "АвтоВАЗ" занимается поиском банка, в задачу которого войдет размещение депозитарных расписок. Ожидается, что этим банком станет Deutsche Bank

По итогам 2003 г. АвтоВАЗ выплатит самые большие в своей истории дивиденды — свыше 630 млн. руб., или 14% чистой прибыли, рассчитанной по российским стандартам бухучета. До сих пор "АвтоВАЗ" лишь дважды платил дивиденды. По итогам 2001 г. компания выплатила владельцам привилегированных акций 234,6 млн руб. (47,6 руб. на акцию). А по итогам 2002 г. завод впервые порадовал и владельцев обыкновенных акций, выплатив им по 5 руб. на акцию и еще по 17 руб. на привилегированную акцию.

Бухгалтерский баланс, \$ млн.

Показатель	2000	2001	2002	2003	2004п
Деньги и краткосрочные финансовые вложения	99	132	123	378	324
Дебиторская задолженность	425	460	433	465	532
Запасы	375	423	581	645	671
Текущие активы	899	1014	1137	1488	1528
Долгосрочные финансовые вложения	49	36	77	132	129
Основные средства	2585	2809	3159	3543	3713
Всего активы:	3533	3859	4373	5163	5241
Краткосрочный долг	145	143	292	402	239
Кредиторская задолженность	1106	1045	1058	1185	1320
Текущие пассивы	1252	1187	1350	1587	1558
Долгосрочные кредиты и займы	213	95	126	359	557
Отложенные налоги	689	382	480	517	371
Акционерный капитал	1150	1841	2015	2656	2734
Доля меньшинства	229	354	402	44	20
Всего пассивы:	3533	3859	4373	5163	5241

Источник: Отчетность ОАО "АвтоВАЗ", оценка Уником Партнер

Инвестиционные риски

Мы выделяем 4 основных группы рисков.

1. **Риски корпоративного управления.** Уровень данной группы рисков достаточно высок. Структура акционерного капитала, описанная в первом разделе, соответствует инсайдерской модели управления. В такой модели в качестве менеджеров и собственников выступает одна группа лиц. В результате все “органы власти” компании: менеджмент, совет директоров и общее собрание акционеров, - выражают интересы одних и тех же лиц. Таким образом, миноритарии подвергаются высоким рискам скрытых действий, направленных на занижение чистой прибыли, завышение затрат. Эти риски компенсирует сотрудничество компании с мировыми производителями (General Motors), а также недавнее размещение депозитарных расписок. Планы по увеличению ликвидности рынка депозитарных расписок (с 1% до 7%) позитивны.
2. **Рыночный риск** для АвтоВАЗа достаточно велик. Доля компании на рынке легковых автомобилей постоянно снижается, а иностранные производители завоевывают новые ниши, в которых АвтоВАЗ не представлен. Государство отказывается от протекционистских мер. А при вступлении России в ВТО (ориентировочно в 2008г.) пошлины будут резко ограничены. Вместе с тем, рынок легковых автомобилей является одним из самых привлекательных и АвтоВАЗ получит выгоды от этого роста в любом случае.
3. **Производственные риски.** Крупные инвестиционные проекты предусматривают замену радикально устаревших моделей на частично обновленные и принципиально новые автомобили. В ходе реализации проектов капиталовложения компании в ближайшие годы резко вырастут, что вызывает сомнения в их эффективности. Однако проекты будут осуществляться совместно с General Motors, что повышает шансы на благоприятный исход.
4. **Финансовые риски.** Долговая нагрузка в настоящий момент не является избыточной, хотя планируемые инвестиционные проекты потребуют больших объемов заемных финансовых ресурсов. Прогноз динамики долга на ближайшие годы демонстрирует достаточную устойчивость структуры капитала. Устойчивость поставщиков и дилерская сеть позволяют управлять дебиторской и кредиторской.

По нашему мнению, риски инвестирования в акции АвтоВАЗа существенны. Однако в настоящее время инвесторы их переоценивают, предрекая автомобилям ВАЗ слишком мрачное будущее.

Модель фундаментальной оценки.

Мы традиционно оцениваем фундаментальную стоимость при помощи двух методов: дисконтированных потоков денежных средств и сравнительных показателей. Причем, первый метод считается основным, а второй необходим только для подтверждения результатов.

Модель дисконтированных потоков денежных средств построена на прогнозе финансовых показателей ОАО "АвтоВАЗ" до 2008 года. Быстрый рост до 2008 года возможен при условии кардинального обновления модельного ряда. Резкий рывок в объемах производства и улучшении его эффективности ожидается с 2007 года, когда начнет функционировать новый завод по производству двигателей.

Предполагается, что рост выручки составит в среднем на 9,6% в год, а доля операционных затрат в выручке составит около 84%. Операционная рентабельность вырастет с 4,6% в 2003 г. до 6,4% в 2008 г.

Реализация крупных инвестиционных проектов приведет к тому, что денежные потоки по операционной деятельности останутся отрицательными в 2005-2006 году, на которые приходится завершение строительства нового завода. В дальнейшем денежные потоки выйдут в положительную зону.

Прогноз финансовых показателей, \$ млн.

Показатель	2003	2004n	2005n	2006n	2007n	2008n	CAGR
Выручка	4261	4532	4948	5350	6239	6748	9,6%
Себестоимость реализации	3579	3784	4132	4467	5210	5634	
Доля себестоимости в выручке	84%	84%	84%	84%	84%	84%	
Административные расходы	283	303	324	347	371	397	
ЕБИТДА	399	445	492	536	659	716	12,4%
Амортизация	205	230	239	253	269	281	
Операционная прибыль (ЕБИТ)	194	215	253	283	389	436	19,4%
Операционная рентабельность	4,6%	4,7%	5,1%	5,3%	6,2%	6,4%	
Финансовые расходы	121	114	105	136	161	173	
Прибыль до налогообложения	84	101	148	147	228	263	
Налог на прибыль	-12	20	30	29	46	53	
Чистая прибыль	96	80	118	117	183	210	17,0%
Капиталовложения	317	370	450	500	450	450	7,3%
Изменения NWC	-31	-61	12	-10	-22	-13	-16,3%
Чистый денежный поток	15	2	-105	-119	24	54	29,1%

Источник: Отчетность ОАО "АвтоВАЗ", оценка Уником Партнер

Для расчета средневзвешенной стоимости капитала мы используем стоимость долга в 12,5%. Именно с такой доходностью в данный момент торгуются корпоративные облигации, а также кредитные ноты. В период стабильного роста структура заимствований сдвинется в сторону дешевого долга (8-9% в USD).

Стоимость собственного капитала рассчитана, исходя из бета-коэффициента бумаги по отношению к индексу РТС – 0,85. Таким образом, рациональный инвестор рассчитывает на ежегодную доходность по акциям АвтоВАЗа на уровне 10,53%.

Исходя из представленных прогнозов и полученной модели денежных потоков, мы увеличиваем фундаментальную стоимость акций АвтоВАЗа с 968,33 руб. до **1048,37 руб. (\$35,87)** Таким образом, потенциал роста к текущим котировкам составляет **32,7%**. В системе принятых рекомендаций **Уником Партнер** это соответствует рекомендации **ПОКУПАТЬ**.

Сравнительные оценочные показатели

Компания	Страна	Выручка, \$ млн.	Чистая прибыль	Чистый долг	ЕБИТДА	Кап-ция, \$ млн.	P/E	EV/ЕБИТДА	EV/Sales
АвтоВАЗ	Россия	4261	96	761	399	735	7,7	3,7	0,4
КамАЗ	Россия	956	3	331	73	354	117,9	9,4	0,7
ГАЗ	Россия	1196	11	292	128	125	11,8	3,3	0,3
Brilliance China	Китай	1077	67	86	69	868	12,9	13,8	0,9
TATA Motors	Индия	2077	65	628	239	3361	51,6	16,7	1,9
HYUNDAI	Ю. Корея	41919	1249	13814	4747	10192	8,2	5,1	0,6
KIA	Ю. Корея	13991	621	1415	1002	3635	5,9	5,0	0,4
Ford	США	143086	2000	174537	39937	27406	13,7	5,1	1,4
Nissan Motor	Япония	65600	4447,4	33828	12845	49348	11,1	6,5	1,3
DaimlerChrysler	Германия	169748	-526	81470	25726	46248	отр.	5,0	0,8
General Motors	США	184276	2862	272002	40401	24967	8,7	7,4	1,6
Toyota Motor	Япония	150384	6247	41625	25065	127036	20,3	6,7	1,1
Среднее по развивающимся рынкам							9,2	5,6	0,6
Среднее по развитым рынкам							18,3	6,1	1,2
Дисконт к развивающимся рынкам							17%	33%	39%
Дисконт к развитым рынкам							58%	39%	71%

Источник: Investor.reuters.com, Bloomberg, расчеты Уником Партнер

Метод сравнительных финансовых показателей подтверждает наши выводы. При текущих ценах дисконт акций АвтоВАЗа к производителям из развивающихся стран составляет от 17% до 39% в зависимости от выбранного показателя. Таким образом, фундаментальная оценка одной акций ОАО "АвтоВАЗ", рассчитанная на основе этого метода, составляет от 924,3 до 1098,1 рубля. Метод сравнительной оценки подтверждает результаты метода дисконтированных потоков денежных средств. Причем оценка на основе EV/ЕБИТДА (отношение стоимости предприятия к операционной прибыли до вычета амортизации) дает наиболее точные результаты. Исходя из этого показателя, одна акций АвтоВАЗа должна стоить 1050,7 руб. (дисконт 33%). Недооцененность по отношению в мировым лидерам, как и следовало ожидать, оказалась ещё выше: 39–71%.

В краткосрочном периоде акции АвтоВАЗа будут двигаться **Вместе с рынком** в рамках устойчивого растущего тренда, который наблюдается на российском фондовом рынке с конца августа 2004 года.

Координаты ОАО "АвтоВАЗ"

Адрес:

445633, Самарская обл., г.Тольятти,
Южное ш., д. 36

Телефоны:

(8482)73 -92-95, 73-71-25,
34-96-66

Интернет:

<http://www.vaz.ru>

**Управление клиентских операций (Sales Department). Фондовый центр.
Академия профессиональных инвесторов (Academy of professional investors)**

Юлия Шершина
(343) 261 79 34

Елена Пономарева, Екатерина Губанова, Михаил Мельнов
(343) 262 60 71, (343) 262 54 40

Информационно-консультационный отдел (Financial Advisory Department)

Наталия Тарлинская
(343) 251 62 93

Отдел развития электронной коммерции (E-commerce Department)

Юлия Шершина
(343) 261 79 34

Отдел депозитарного обслуживания (Custody Department)

Эльвира Раянова
(343) 251 62 93

Отдел расчетов (Back Office)

Анна Белогурова
(343) 251 62 93

Отдел торговых операций (Trading Department)

Павел Василиади, Олег Коптелов
(343) 262 68 08

Отдел доверительного управления (Asset Management Department)

Дмитрий Черных, Павел Данилов
(343) 262 68 08

Юридический отдел (Law Department)

Игорь Неруш, Вячеслав Терехов, Елена Корчинская
(343) 261 79 34

Отдел корпоративных финансов (Corporate Finance Department)

Александр Ларионов, Николай Викторов
(343) 261 79 34

Отдел информационных технологий (IT Department)

Владимир Киселев
(343) 261 79 34

Алексей Шельпяков, Роман Киранов
(343) 261 79 34

Аналитический отдел (Research Department)

Дмитрий Казин, Павел Василиади, Павел Данилов, Анна Нагдасева
(343) 262 68 08
