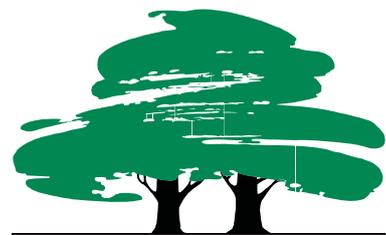


Открытое Акционерное Общество
"Инвестиционная компания "Еврофинансы"
119049 г. Москва, Шаболовка, д.10, стр.2
Телефон: (495) 545-35-35 (многоканальный)
Факс: (495) 644-43-13
www.eufn.ru
e-mail: info@eufn.ru

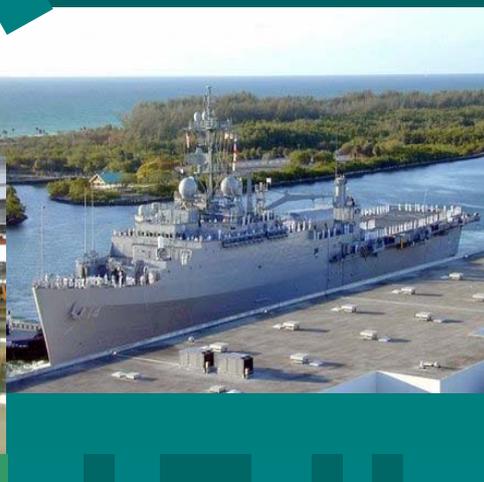


ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ
ЕВРОФИНАНСЫ

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР

Машиностроение

Часть I. Обзор отрасли: структура, динамика, рынок акций



СОДЕРЖАНИЕ

Роль и значение машиностроения	2
Структура отрасли	3
Параметры анализа отрасли	5
Общая характеристика отрасли	6
Рынок акций: влияние кризиса	13
Выводы.....	16

Результаты исследования отрасли машиностроения:

- ◆ Удельный вес отрасли в структуре промышленного производства России составляет всего 20%, в то время как в экономически развитых странах он достигает 35-50%.
- ◆ Основу сектора составляет автомобилестроение, обеспечивающее 50% выручки и прибыли всех машиностроительных компаний.
- ◆ В 2007-2008 гг. рост отрасли затормозился одновременно с резким снижением средней рентабельности продаж — с 20% в 2006 г. до 5% в 2007-2008 гг. и ростом количества убыточных предприятий.
- ◆ Восстановление докризисных показателей сектора возможно только при финансовой поддержке государства и начнется не ранее 2010-2011 гг.

1. Машиностроение: значение, структура, общая характеристика

1. 1. Роль и значение машиностроения

Машиностроительный сектор без преувеличения называют основой промышленного производства любой страны. Важность его стабильного развития для экономики определяется, тем фактом, что на протяжении нескольких столетий сектор остается **единственным поставщиком капитальных ресурсов на предприятия прочих отраслей**. Машиностроение обеспечивает любое производство машинами и оборудованием, а население - предметами потребления. Сегодня невозможно представить себе сферу человеческой жизни, в которой тем или иным образом не использовалась бы продукция отраслей машиностроения. От степени развитости машиностроения, в конечном итоге, зависит устойчивость и эффективность развития других секторов и всей экономики в целом.

Машиностроение как отрасль насчитывает почти тысячелетнюю историю. Претерпев существенные изменения в своей структуре и видах выпускаемой продукции, она объединила в себе сотни подотраслей, специализирующихся на выпуске разнородной продукции: от простейшего бытового оборудования до сложнейших высокоточных аппаратов. Данная уникальная позиция отрасли в системе экономических отношений делает ее **главным проводником достижений научно-технического прогресса во все области жизнедеятельности человека**.

На сегодняшний день **российское машиностроение отстает по уровню развития от большинства развитых и многих развивающихся стран**. Несмотря на успешные попытки внедрения новых технологий и заимствование опыта зарубежных аналогов, темпы инновационного развития крайне недостаточны в конкурентной борьбе с европейскими, азиатскими и американскими машиностроительными компаниями. Особенно ярко данные тенденции проявляются в текущих условиях недоступности кредитных средств, роста

межкорпоративного недоверия и резкого сужения потребительского спроса.

Негативное влияние на предприятия машиностроительного комплекса исходят и от макроэкономической политики государства. В то время как за рубежом мы наблюдаем дефляционные процессы, в **России в условиях девальвации рубля импортное оборудование, составляющее более 50% от всего парка оборудования многих российских предприятий, растет в цене**, подталкивая вверх цены на все потребительские товары и усугубляя общую экономическую ситуацию.

Слабая степень развитости отечественного машиностроения очевидна: **удельный вес отрасли в структуре промышленного производства России составляет всего 20%, в то время как в экономически развитых странах он достигает 35-50%**.

Стоит учесть, что подобные цифры характеризовали отрасль в относительно благоприятные времена, до того, как страна столкнулась с экономическим кризисом. Очевидно, после его окончания мы увидим еще более удручающую картину.

Что будет с отраслью дальше? Какие проблемы и возможности появились у предприятий отрасли в текущих условиях? Каким образом кризис повлияет на ее структуру и на рынок акций эмитентов? Поиск ответов на эти вопросы является сейчас первоочередной задачей для машиностроительных предприятий и главной целью нашего исследования.

В рамках поставленных целей мы начинаем анализ машиностроительного сектора с его общей характеристики. Этому будет посвящена первая часть обзора отрасли.

1.2. Структура отрасли машиностроения

Машиностроение является одной из самых сегментированных отраслей экономики: предприятия сектора выпускают широко дифференцированную продукцию: от привычных всем и ежедневно используемых бытовых приборов и автомобилей до медицинских аппаратов и стратегически важных ракетных систем и установок.

Столь широкое разнообразие производимых отраслью товаров усложняет классификацию ее предприятий. На сегодняшний день нет единой классификации машиностроительной отрасли. Классификации, используемые в официальных источниках, являются укрупненными и не всегда удобными для использования.

Общероссийский классификатор видов экономической деятельности делит отрасль на три сегмента, применяя критерий классификации по виду выпускаемой продукции:

1. производство машин и оборудования;
2. производство электрооборудования, электронного и оптического оборудования;
3. производство транспортных средств и оборудования.

Подобная укрупненная классификация используется Госкомстатом для ведения статистики отрасли. В результате мы получаем возможность проследить тенденции развития отрасли по основным направлениям, однако, увидеть полную и структурированную картину не представляется возможным.

Согласно используемой нами классификации,

отрасли машиностроения подразделяются на тяжелое, общее, среднее и наукоемкое машиностроение. Детализированная классификация с указанием видов выпускаемой продукции представлена на странице 4.

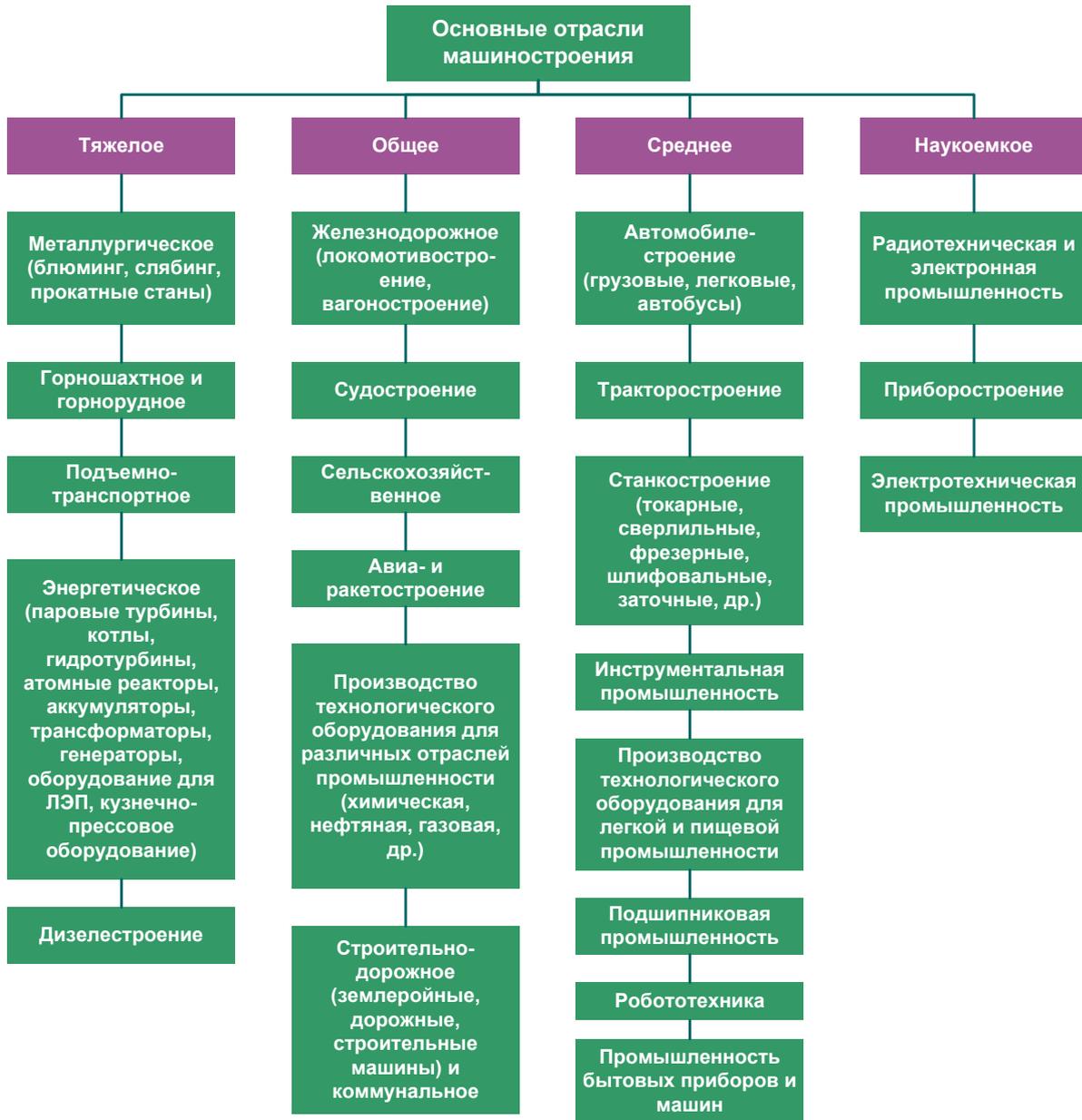
В России в общем объеме выпуска машиностроительной продукции на тяжелое машиностроение приходится 10,3%, на наукоемкое — 12,3%, остальное распределено между отраслями среднего и общего машиностроения.

По данным, приведенным в Концепции формирования Государственной комплексной программы развития машиностроения России (2008 г.) Союза машиностроителей России, несомненным лидером в отрасли по выпуску продукции в России является автомобилестроение — на него приходится 27,4% от совокупного выпуска. Доля химического и нефтехимического машиностроения — 6%, машиностроения для легкой и пищевой промышленности — 2,4%, строительного машиностроения — 2,1%, станкоинструментальной промышленности — 1,9%, тракторного и сельскохозяйственного машиностроения — 1,8%, свыше 35% выпуска приходится на оборонные и другие подотрасли.

Согласно представленному далее исследованию*, наиболее значимыми с точки зрения объема выпускаемой продукции среди подотраслей машиностроения в России являются автомобилестроение, авиа-и ракетостроение, энергетическое машиностроение и электротехническое машиностроение.

* Исследование не охватывает ряд отраслей машиностроения оборонного комплекса (подробнее см. раздел «Параметры и ограничения анализа отрасли»).

Рис. 1. Структура отрасли машиностроения



Структура отрасли машиностроения

1.3. Параметры и ограничения исследования

Для анализа отрасли машиностроения сформировано два списка компаний:

1. Первый объединяет крупнейшие компании отрасли, характеристика и тенденции развития которых отражают состояние крупного бизнеса машиностроительного сектора. Данный список был сформирован на основе ежегодных рейтингов крупнейших российских компаний Эксперт-400 за 2007-2008 гг. Он включает в себя публичные и непубличные компании. В 2008 году в список вошли 48 компаний машиностроительной отрасли. Анализ крупнейших компаний отрасли проводится на основе годовых показателей выручки и прибыли.
2. Второй список основан на выборке предприятий, акции которых котируются на российских биржах (ММВБ, Классический рынок РТС, РТС Board). В него вошли более 200 компаний, размер оборотов которых за 2007 год варьируется от 0,04 млн.\$ до 7,33 млрд.\$.

Перечень компаний, вошедших в оба списка, а

также их разбивку на сектора в соответствии с представленной ниже классификацией машиностроительной отрасли, смотрите в Приложении.

Для характеристики совокупных показателей отрасли используются официальные данные Госкомстата.

Ограничения на анализ отрасли наложили ряд фактов:

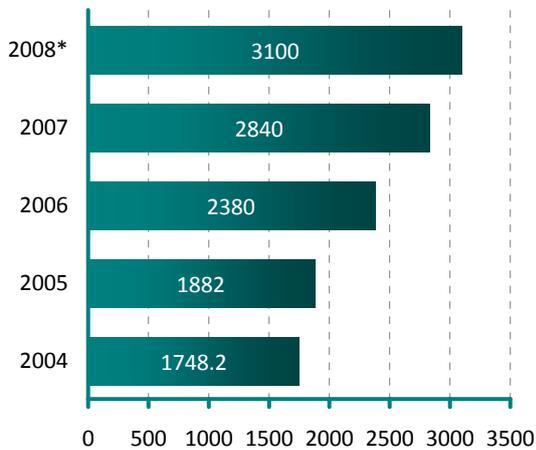
1. К моменту проведения исследования большинство компаний еще не опубликовали финансовую отчетность за 2008 год. В связи с этим в обзоре не отражены итоги для отрасли первого кризисного года. Однако некоторые выводы по влиянию кризиса на компании отрасли были сделаны исходя из оперативной информации, поступающей из СМИ.
2. В связи с тем, что ряд машиностроительных компаний, работающих на оборонный комплекс, отличаются высокой закрытостью (предприятия атомного машиностроения, обычного вооружения, боеприпасов и спецтехники), в данном обзоре мы не рассматриваем эти подотрасли, несмотря на их высокий удельный вес в структуре производимой продукции отрасли.

1.4. Общая характеристика отрасли машиностроения

Объем отрасли

По нашим оценкам, **объем** (суммарный оборот) рынка машиностроительной продукции в 2008 году превысил 3 трлн. руб. (см. рис.2), что составляет около 20% от оборота всего обрабатывающего сектора, или 5% от оборота всех российских компаний.

Рис. 2. Общий объем машиностроительной отрасли, млрд. руб.



Источник данных: Госкомстат (www.gks.ru).
*2008 г.—оценки ИК «Еврофинансы».

Рис. 3. Структура машиностроительной отрасли



Источник данных: Госкомстат (www.gks.ru).
Расчеты: ИК «Еврофинансы».

Рис. 4. Распределение компаний отрасли по выручке, 2007 г.

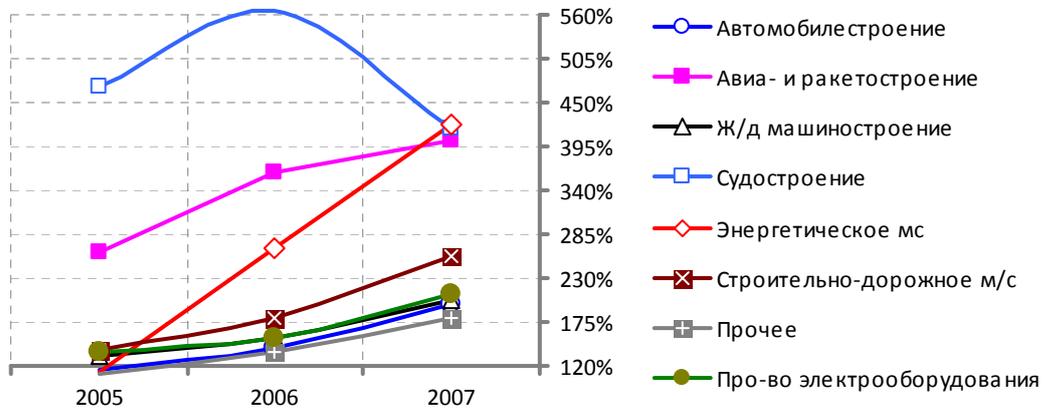


Источник данных: годовая отчетность предприятий.
Расчеты: ИК «Еврофинансы».

До кризиса сектор машиностроения характеризовался высокими и устойчивыми темпами роста. В 2007 году совокупный оборот (выручка) российских машиностроительных компаний вырос на 20%, что превысило темпы роста совокупной выручки промышленности. Однако с 2008 года развитие отрасли затормозилось — по нашим оценкам, рост сектора в 2008 году составил около 10%. В январе текущего года выпуск автомобилей (основной продукции отрасли отечественного машиностроения) и вовсе упал на 80%. Не исключено, что по итогам 2009 года сектор покажет отрицательные темпы прироста.

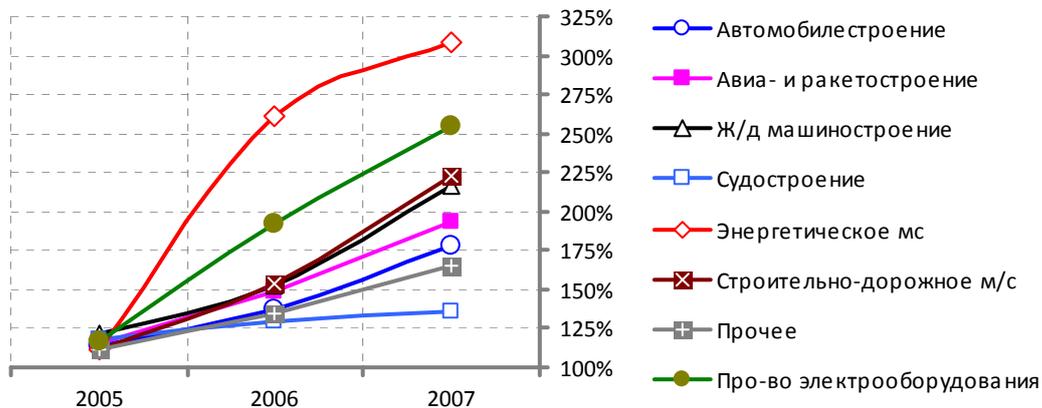
Среди секторов машиностроительной отрасли, представленных в выборке, наилучшие темпы роста оборотов в 2005-2006 гг. показывали судостроение и авиа- и ракетостроение, однако, в 2007 году они замедлились, в то время как темпы роста выручки других секторов ускорились (см. рис.5). В результате лидерами по средним темпам роста оборотов в 2005-2007 году стали компании энергетического машиностроения. Их совокупная выручка за анализируемый период выросла в 4,2 раза. Минимальные темпы роста демонстрировали предприятия автомобильно-

Рис. 5. Средние темпы роста выручки компаний различных секторов машиностроительной отрасли, %, базовый год—2005



Источник данных: годовая отчетность предприятий. Расчеты: ИК «Еврофинансы».

Рис. 6. Средние темпы роста активов компаний различных секторов машиностроительной отрасли, %, базовый год—2005



Источник данных: годовая отчетность предприятий. Расчеты: ИК «Еврофинансы».

го и железнодорожного машиностроения, увеличившие выручку за три года лишь в 2 раза.

Сектор энергетического машиностроения на протяжении трех лет оставался также лидером по средним темпам роста активов предприятий (см. рис.6). За 2005-2007 их совокупный объем вырос в 3,1 раза, в то время как активы судостроительных и автомобилестроительных компаний за это же время увеличились всего на 36% и 78%, показав минимальный прирост среди рассматриваемых секторов.

Структура отрасли по данным, раскрываемым

Госкомстатом, в последние 3 года остается практически неизменной (см. рис.3). Почти половина доходов приходится на производителей транспортных средств и оборудования (транспортное машиностроение), по четверти рынка занимают производители электрооборудования и производители промышленных машин и оборудования.

Более подробное распределение компаний отрасли по выручке показывает, что **54% полученной в 2007 году выручки (см. рис.4) и 50% чистой прибыли пришлось на автомобилестроителей (см. рис.8)**, в то время как по активам они занимают 39% рынка (см. рис.7). Авиа- и ракетостроения

Рис. 7. Распределение компаний отрасли по активам



Источник данных: годовая отчетность предприятий. Расчеты: ИК «Еврофинансы».

Рис. 8. Распределение компаний отрасли по чистой прибыли



Источник данных: годовая отчетность предприятий. Расчеты: ИК «Еврофинансы».

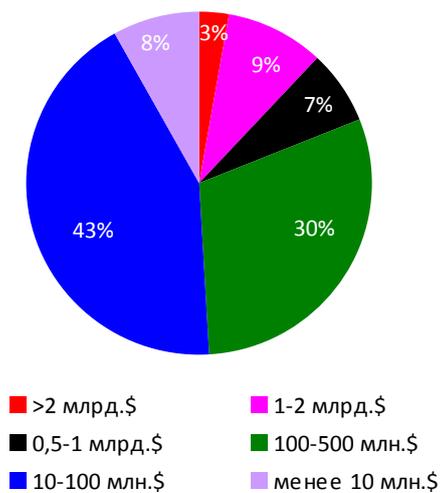
строители обеспечили 14% выручки и 15% чистой прибыли сектора при 20%-ой доле по активам. Третье место в выборке по доле выручки и прибыли занимает сектор энергетического машиностроения — 6% и 9% соответственно при доле в

активах в 8%. Наименьший вклад в полученную в 2007 году выручку и прибыль внесли предприятия сельскохозяйственного машиностроения.

Общая характеристика отрасли машиностроения

Характеристика предприятий отрасли

Рис. 9. Распределение компаний отрасли по выручке, 2007 год



Источник данных: годовая отчетность предприятий. Расчеты: ИК «Еврофинансы».

Общее число компаний машиностроительно-го сектора на отечественном рынке, согласно данным Госкомстата, составляет более 90 тысяч, 7,5 тысяч из которых относятся к крупным и средним.

Уровень концентрации в отрасли не высок: на долю трех компаний-лидеров (АвтоВАЗ, ГАЗ, КАМАЗ) приходится 16% совокупной выручки сектора. Согласно критериям ФАС, это свидетельствует об относительно слабой концентрации в секторе.

Высокая дифференциация выпускаемой продукции привела к тому, что машиностроительные компании, являясь крупнейшими российскими производителями определенных видов продукции, имеют относительно небольшие размеры по сравнению с крупнейшими предприятиями других отраслей. Так, оборот лидера отрасли АвтоВАЗа в разы меньше оборотов лидирующих предприятий нефтяной, металлургической и га-

зовой промышленности.

Характеризуя предприятия машиностроительной отрасли по масштабам деятельности, рассмотрим распределение крупнейших компаний по годовому обороту (см. рис. 9).

По итогам 2007 года лишь 3% компаний получили выручку, превышающую 2 млрд.\$. Это крупнейшие представители отрасли: АвтоВАЗ, Группа ГАЗ, Форд Мотор, КамАЗ, Концерн ПВО Алмаз-Антей и Трансмашхолдинг. Еще 9% компаний получили выручку от 1 до 2 млрд.\$. Среди них Соллерс (Северсталь-Авто), ТВЭЛ, АХК Сухой, ПО Уралвагонзавод, Автотор, Концерн Тракторные заводы, Автофрамос, ОПК Оборонпром и др. Все

это крупнейшие предприятия отрасли, большинство из которых являются холдингами и объединяют в себе несколько машиностроительных заводов.

Большая часть исследуемых компаний — более 50%, имели в 2007 году выручку в интервале до 100 млн.\$.

Стоит учесть, что в анализируемый список вошли 200 наиболее крупных и известных компаний отрасли, которые либо фигурируют в списке "Эксперт-400", либо торгуются на российских биржевых площадках. Остальные предприятия отрасли характеризуются еще более низкими показателями оборота и прибыли.

Коэффициентный анализ предприятий машиностроительной отрасли

Средний показатель рентабельности продаж по отрасли составил в 2007 году 5%. По сравнению с 2006 годом он упал более чем в 3 раза.

Самые высокие показатели рентабельности в 2007 году продемонстрировали компании, специализирующиеся на **нефтяном машиностроении** (Ижнефтемаш, Буланашский машиностроительный завод, Октябрьский завод нефтеавтоматики), **автомобилестроении** (Заволжский моторный завод, Нефтекамский автозавод, КАМАЗ,

Автоприцеп, Автодизель), **строительно-дорожном машиностроении** (Тверской экскаватор, Строймаш), а также **производители электрооборудования** (см. рис.10, 11).

Минимальные показатели рентабельности в 2007 году были у компаний, занимающихся судостроением и сельскохозяйственным машиностроением (Ростсельмаш). В этих подотраслях велика доля компаний, показавших отрицательные результаты по итогам финансового года (Балтийский завод, Амурский судостроительный

Рис.10. Рентабельность собственного капитала (ROE) компаний отрасли, 2007 г., %

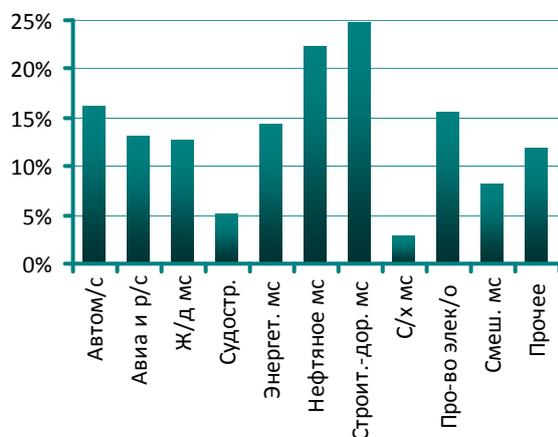
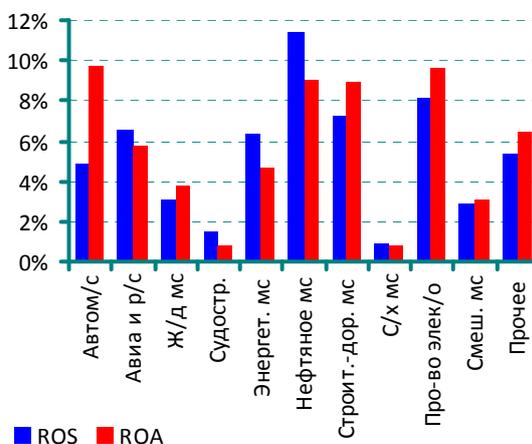


Рис.11. Рентабельность активов (ROA) и продаж (ROS) компаний отрасли, 2007 г., %

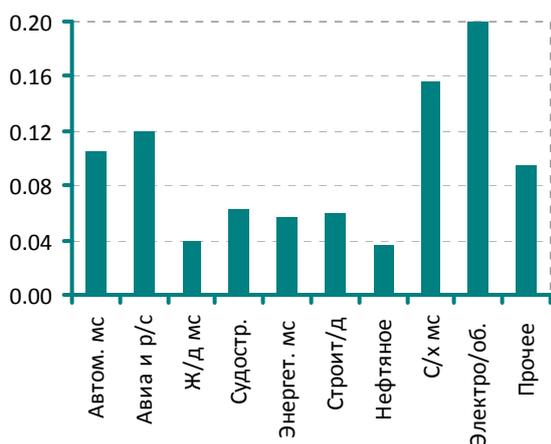


Источник данных: годовая отчетность предприятий. Расчеты: ИК «Еврофинансы».

завод). Низкая рентабельность компаний этих секторов связана, главным образом, с тем, что

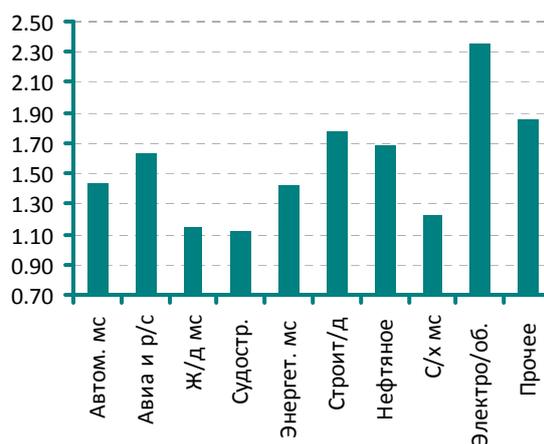
большинство из них являются государственными.

Рис.12. Коэффициент абсолютной ликвидности компаний отрасли, 2007 г., %



Источник данных: годовая отчетность предприятий. Расчеты: ИК «Еврофинансы».

Рис.13. Коэффициент текущей ликвидности компаний отрасли, 2007 г., %



Источник данных: годовая отчетность предприятий. Расчеты: ИК «Еврофинансы».

Средний показатель абсолютной ликвидности (отношение денежных средств и приравненных к ним финансовых вложений к текущим обязательствам компании) в отрасли **составлял в 2007 году 0,09**.

Максимального значения он достигал у предприятий, занимающихся производством электрооборудования — за счет находящихся на их балансе денежных средств они могли немедленно погасить до 20% своих текущих обязательств (см. рис.12).

Высокие показатели абсолютной ликвидности были также у компаний сельскохозяйственного машиностроения (Ростсельмаш), авиа- и ракетостроения (НПК Иркут) и автомобилестроения (КАМАЗ, АвтоВАЗ, УАЗ, Заволжский моторный завод).

У предприятий железнодорожного (Тверской вагоностроительный завод, Рузхиммаш) и нефтяного машиностроения (Ижнефтемаш, Волгограднефтемаш, Буланашский машиностроительный завод, Нефтеавтоматика) показатели абсолютной ликвидности находились на минимальных уровнях — 0,04.

Более широкий показатель способности предприятия быстро погасить текущие обязательства — **коэффициент текущей ликвидности** (отношение оборотных активов к текущим обязательствам) **в 2007 году составлял в среднем по отрасли 1,56**. Как видно из рис. 13, для всех секторов машиностроительной отрасли он был выше 1.

Максимальные показатели текущей ликвидности также продемонстрировали производители электрооборудования, оборотные активы которых в 1,5-4 раза превышали текущие обязательства.

Минимальные коэффициенты были характерны для судостроителей (судостроительная фирма Алмаз, Волгоградский судостроительный завод) и железнодорожных машиностроителей.

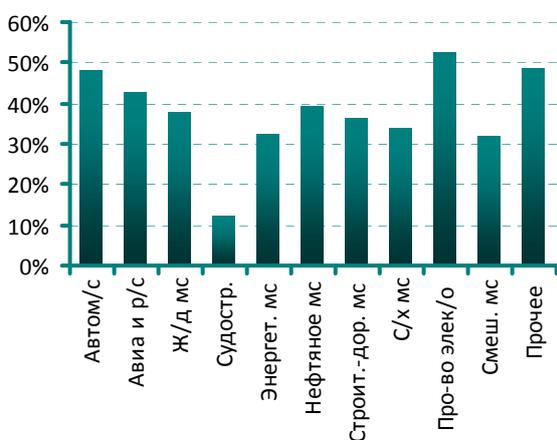
Анализ платежеспособности предприятий отрасли (см. рис.14, 15) показал, что **наименьшие риски банкротства свойственны производителям электрооборудования**. Доля собственного капитала в пассивах большинства предприятий этого сектора превышает 50%, а доля оборотных средств в активах выше 60%.

Отметим, что для компаний машиностроительной отрасли в целом характерна высокая доля оборотных средств в активах за счет значительных объемов товарно-материальных запасов и дебиторской задолженности.

строительных предприятий варьируется в зависимости от сектора— от 20% в судостроении до 50% в производстве электрооборудования и автомобилестроении. В среднем по машиностроению она составляет 40%.

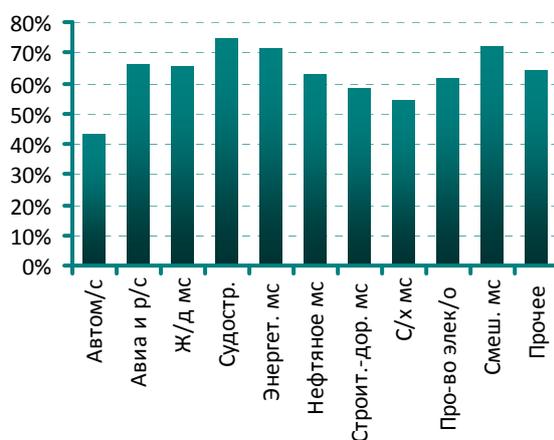
Доля собственных средств в пассивах машино-

Рис.14. Доля собственного капитала в пассивах компаний отрасли, 2007 г., %



Источник данных: годовая отчетность предприятий. Расчеты: ИК «Еврофинансы».

Рис.15. Доля оборотных средств в активах компаний отрасли, 2007 г., %



Источник данных: годовая отчетность предприятий. Расчеты: ИК «Еврофинансы».

Обобщая результаты коэффициентного анализа отрасли, можно сделать вывод, что **наиболее благоприятное финансовое состояние** в докризисных условиях **имели компании, занимающиеся производством электрооборудования, электронной и оптической техники.**

Самые низкие показатели рентабельности, ликвидности и платежеспособности **были характерны для судостроителей.**

Прогнозы развития сектора

По итогам 2008-2009 гг. мы ожидаем увидеть **значительное сокращение темпов роста сектора и еще более низкие показатели рентабельности**, чему будет способствовать ряд факторов:

1) падение инвестиционного и потребительского спроса на продукцию отрасли внутри страны на фоне общего замедления темпов роста промышленного производства и снижения доходов и платежеспособности населения (важный фактор для автомобилестроения);

- 2) существенное снижение объемов банковского кредитования российских предприятий;
- 3) уменьшение притока инвестиций в Россию, снижение доли инвестиций в машиностроительный сектор (по состоянию на конец 2006 года составляла 4% от всех инвестиций в российские предприятия);
- 4) снижение активности в развитии совместных проектов с зарубежными компаниями;
- 5) снижение темпов роста объемов госзаказов и

урезание бюджетов государственных предприятий, приостановка выполнения ряда государственных проектов, в частности оборонных.

Эти и другие факторы уже привели к заметному снижению активности субъектов сектора, и, судя по наблюдаемым тенденциям развития экономики, до конца 2009 года мы не увидим улучшения макроэкономической картины, а значит и ситуации в отрасли. Более того, очень вероятно, что положение ряда машиностроительных компаний значительно ухудшится, прежде чем начнется их полноценное восстановление.

Наибольшие потери от кризиса, вероятно, понесут автомобилестроители, оборот которых только за первый квартал 2009 года сократился на 40%. Продажи автомобилей сильно зависят от конечного потребительского спроса, находящегося сейчас под давлением снижения доходов граждан, ограничения доступности кредитов и высоких процентных ставок по ним. Напомним, что в прошлом году каждый третий автомобиль в России был приобретен в кредит. Для автомобилей иностранных марок ситуацию с потребительским спросом ухудшают девальвация рубля и временное повышение пошлин на ввоз автомобилей в Россию. Совокупность этих факторов позволяет сделать вывод, что основной тенденцией автомобильного рынка в 2009 года станет сокращение продаж автомобилей с изменением структуры рынка. Очевидно, в общем объеме продаваемых машин возрастет доля отечественных автомобилей, при этом будет наблюдаться переориентация спроса потребителей на бюджетные модели и подержанные автомобили.

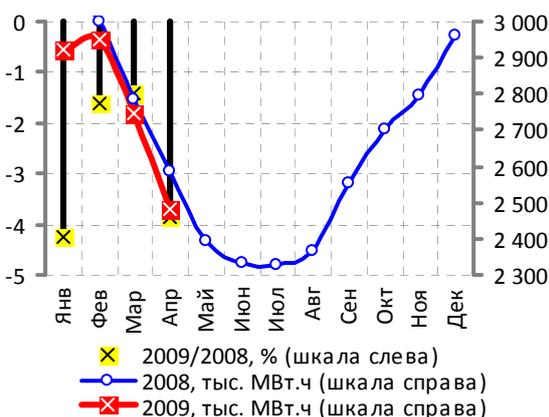
Падение объемов реализации продукции тракторостроения и сельскохозяйственного машиностроения будет обусловлено значительным замедлением темпов роста сельского хозяйства. По прогнозам Международного совета по зерну (IGS), в 2009-2010 гг. в мире произойдет значительное сокращение посевных площадей, причем Россия станет одним из лидеров по этому показателю. Минсельхоз ожидает, что урожай зерновых культур в России в 2009 году будет на 17-21% ниже рекордного уровня 2008 года.

Объем реализации гражданских самолетов в 2009 году вероятно, также снизится, что будет связано с существенным падением доходов ми-

ровых и российских авиакомпаний. По прогнозам Международной ассоциации воздушного транспорта (IATA), выручка мировой авиаиндустрии сократится в 2009 году на 12% ввиду падения объемов перевозок пассажиров и грузов.

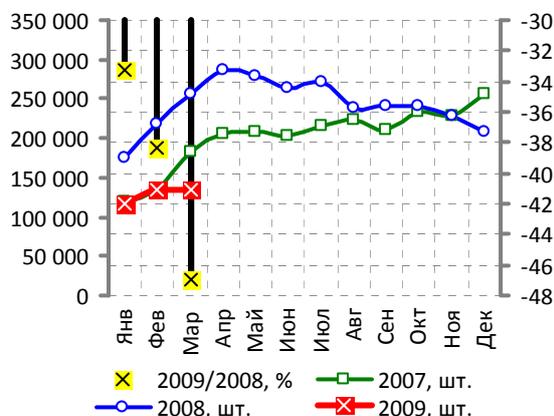
Энергетическое машиностроение также испытает на себе влияние кризиса. По прогнозам Минэнерго РФ и отдельных энергетических предприятий, темпы снижения энергопотребления в России в 2009 году достигнут от 4,5% до 8,5%, а производство электроэнергии в лучшем случае сократится на 3,8%. Данные тенденции уже проявляются и вынуждают энергетиков сократить или приостановить запланированные ранее инвестиционные проекты.

Рис.16. Среднедневное потребление электроэнергии в России, 2008-2009 г., тыс. МВт.ч



Источник данных: Системный оператор – Центральное диспетчерское управление Единой энерг-ой системы.

Рис.17. Ежемесячные продажи автомобилей и легкого коммерческого транспорта в России, 2007-2009 гг., шт.



Источник данных: АЕВ, Автостат. Данные по продажам российского автотранспорта за 2008 год — оценки ИК «Еврофинансы». Расчеты: ИК «Еврофинансы».

2. Рынок акций: влияние кризиса

На российских биржах котируются акции более 200 предприятий машиностроительного сектора. Но основная их часть торгуется на РТС board, где сделки с ними проводятся несколько раз в год.

Ликвидные акции машиностроительного сектора можно пересчитать по пальцам, практически все они торгуются на ММВБ и входят в расчет индекса MICEX Manufacturing (ММВБ машиностроение). В их числе КАМАЗ, АвтоВАЗ, УАЗ, Соллерс, Иркут, ОМЗ.

Сравнительно высокой ликвидностью отличаются также котировки Заволжского моторного завода, РКК «Энергия», Пермских моторов, Силовых машин и Казанского вертолетного завода. На классическом рынке РТС наиболее ликвидны акции группы ГАЗ и Кировского завода.

Несложно заметить, что практически все ликвидные акции относятся к подотраслям автомобилестроения или авиа- и ракетостроения и являются

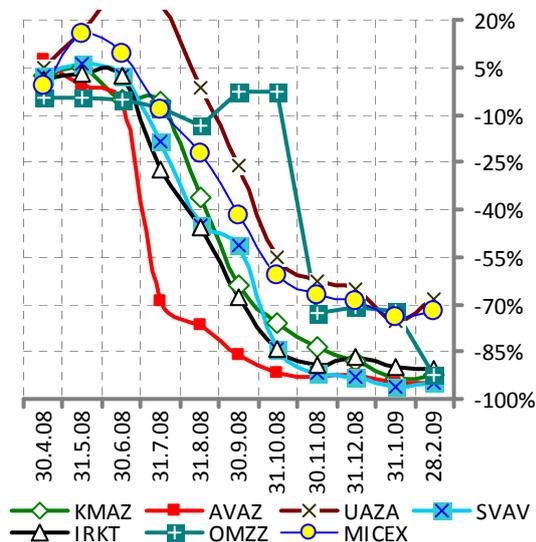
крупнейшими в своих секторах. Очевидно, на сегодняшний день это наиболее развитые направления отрасли, получающие к тому же поддержку государства.

Совокупная капитализация наиболее ликвидных акций машиностроительного сектора, торгуемых на ММВБ, достигает сейчас более 2 млрд.\$. За последний год капитализация сектора упала в 7 раз, а доля машиностроительного сектора в совокупной капитализации акций ММВБ снизилась с 2% до 0,9%.

Больше других от обвального падения котировок пострадали акции Соллерс, АвтоВАЗа, КАМАЗа и ОМЗ. Довольно мягко кризисное падение пережили акции Заволжского моторного завода, входящего в группу Соллерс. За год они потеряли всего 14% стоимости. Акции второго предприятия, входящего в группу, - Ульяновского автомобильного завода также продемонстрировали результаты лучше рынка, подешевев за год на 69% (см. рис.18, 19).

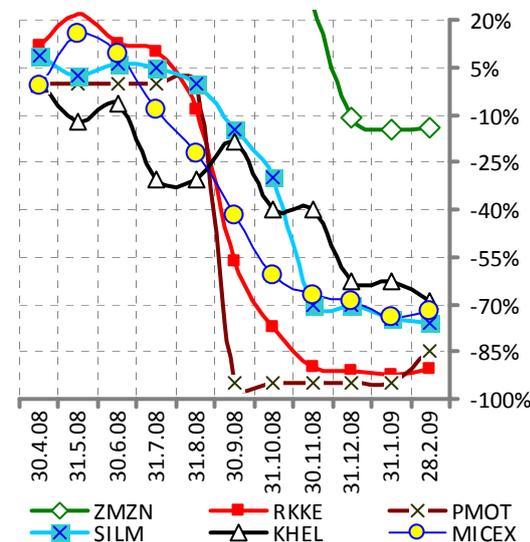
Рынок акций: влияние кризиса

Рис.18. Динамика стоимости машиностроительных предприятий в сравнении с рынком в целом, базовая дата — 31.03.2008, %



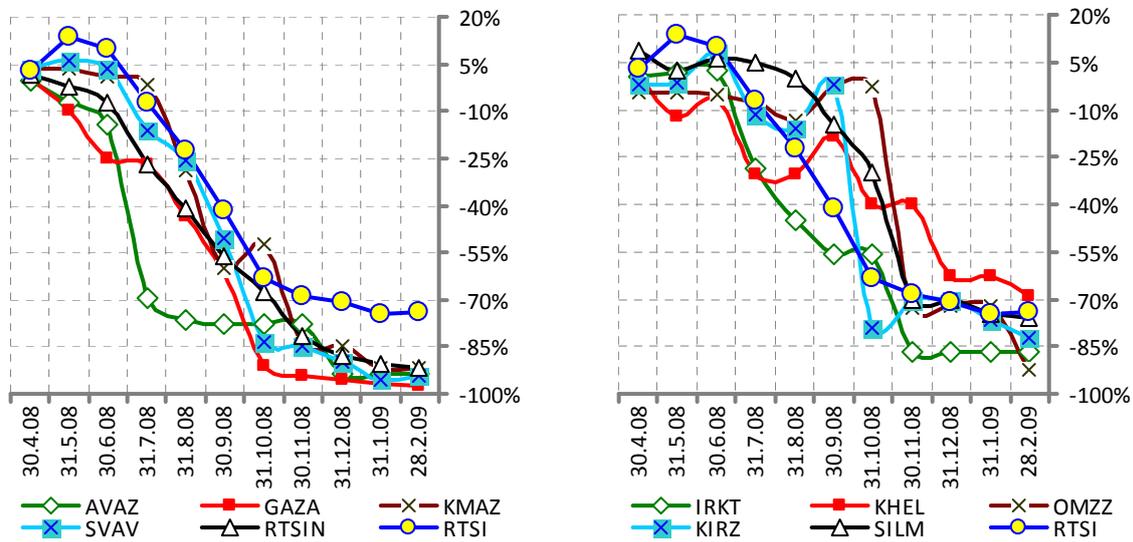
Источник данных: годовая отчетность предприятий. Расчеты: ИК «Еврофинансы».
 Примечание: на графике представлены компании, входящие в расчет индекса ММВБ Машиностроение; KMAZ — КамАЗ, AVAZ — АвтоВАЗ, UAZA — УАЗ, SVAV — Соллерс (бывшее Северсталь-Авто), IRKT — Иркут НПК, OMZZ — Объединенные машиностроительные заводы (Группа Уралмаш-Ижора), MICEX — Индекс ММВБ.

Рис.19. Динамика стоимости прочих машиностроительных предприятий в сравнении с рынком в целом, базовая дата — 31.03.2008, %



Источник данных: годовая отчетность предприятий. Расчеты: ИК «Еврофинансы».
 Примечание: ZMZN — Заволжский моторный завод, RKKE — РКК Энергия им. С.П.Королева, PMOT — Пермские моторы, SILM — Силовые машины, KHEL — Казанский вертолетный завод, MICEX — Индекс ММВБ.

Рис.20. Динамика стоимости прочих машиностроительных предприятий (входящих в Индекс РТС Промышленность) в сравнении с рынком в целом, базовая дата — 31.03.2008, %



Источник данных: Bloomberg. Расчеты: ИК «Еврофинансы».

Примечание: на графике представлены компании, входящие в расчет индекса ММВБ Машиностроение; AVAZ — АвтоВАЗ, GAZA — Группа ГАЗ, KMAZ — КамАЗ, SVAV — Соллерс (бывшее Северсталь-Авто), IRKT — Иркут НПК, KHEL — Казанский вертолетный завод, OMZZ — Объединенные машиностроительные заводы (Группа Уралмаш-Ижора), KIRZ — Кировский завод, SILM — Силовые машины, RTSIN — Индекс РТС Промышленность, RTSI — Индекс РТС.

На РТС лидером падения котировок по итогам года стали акции ГАЗ. Их стоимость упала в 37 раз. Чуть меньшее падение, в 18 и 17 раз соответственно, продемонстрировали акции Соллерс и АвтоВАЗа (см. рис.20).

Интересным является тот факт, что акции российских машиностроительных компаний продемонстрировали куда более серьезное падение по сравнению с зарубежными аналогами. Для сравнения капитализация Ford Motor упала за год всего в 3 раза, General Motors — в 10 раз, основных европейских (Volkswagen, Daimler, Audi, Fiat, Peugeot) и китайских автопроизводителей (Great Wall, Faw Car, Saic Motor, Dongfeng Motor) — в 2-5 раз.

Российские авиастроительные компании подешевели в среднем в 8 раз, европейские и амери-

канские — в 3 раза, китайские — в 2 раза. Подобная же ситуация характерна и для акций производителей промышленного оборудования.

Таким образом, российские машиностроительные компании за последний год увеличили свою недооцененность по сравнению с зарубежными аналогами (см. таб. 1), которая была характерна рядом из них и до кризиса.

В то же время, учитывая текущую ситуацию в отрасли и неопределенность финансово-экономического положения крупнейших предприятий сектора как в России так и за рубежом, рекомендовать к покупке недооцененные акции российских машиностроителей на основе сравнительного анализа, на наш взгляд, неразумно.

Рынок акций: влияние кризиса

Таб.1. Мультипликаторы сектора по состоянию на 28.02.2009

Компания	P/E	P/S
Автомобилестроение		
АвтоВАЗ	1,81	0,03
ГАЗ	0,40	0,02
КАМАЗ	1,14	0,09
УАЗ	2,69	0,15
Соллерс	1,04	0,06
Заволжский моторный завод	11,55	1,19
Средний по России	3,11	0,26
Средний по развитым странам*	7,00	0,15
Средний по развивающимся странам*	13,38	0,67
Авиа- и ракетостроение		
Иркут НПК	1,74	0,08
РКК Энергия имени С. С. Королева	7,98	0,13
Уфимское моторостроительное ПО	2,95	0,08
Казанский вертолетный завод	2,82	0,30
Пермские моторы	1,12	0,24
Средний по России	3,32	0,17
Средний по развитым странам**	8,56	0,76
Средний по развивающимся странам**	24,02	2,22
Промышленное машиностроение		
Силовые машины	-	0,54
Кировский завод	3,00	0,21
Объединенные машиностроительные заводы	0,17	0,02
Средний по России	1,58	0,26
Средний по развитым странам***	9,99	0,46
Средний по развивающимся странам***	16,54	1,62

Источник данных: Bloomberg. Расчеты: ИК «Еврофинансы».

Рынок акций: влияние кризиса

*В качестве аналогов используются акции компаний Ford Motor, General Motors, Daimler, Audi, Fiat, Renault, Peugeot, Great Wall, Faw Car, Saic Motor, Dongfeng Motor.

**В качестве аналогов используются акции компаний Boeing, United Tech., Precision Castpt., Rockwell Collins, Goodrich, Textron, Transdigm, Spirit Aerosys., Moog, Xi'an Aircraft, Long March, Jianxi Hongdu, Hafei Aviation, Sichuan Chengf.

***В качестве аналогов используются акции компаний General Electric, Alstom, Mitsubishi Heavy, Siemens, Doosan Heavy, Bharat Heavy.

3. Выводы

- ✘ Отечественный сектор машиностроения отстает по уровню развития от стран Западной Европы, США и Японии. Удельный вес отрасли в структуре промышленного производства России составляет всего 20%, в то время как в экономически развитых странах он достигает 35-50%.
- ✘ Основу сектора составляет автомобилестроение (обеспечивает 50% выручки и прибыли сектора) - в развитых странах основной оборот приходится на производителей высокотехнологического оборудования.
- ✘ Продукция, выпускаемая сектором, ориентирована, главным образом, на внутренний спрос.
- ✘ До 2007 года сектор показывал рост, значительно превосходящий рост ВВП и промышленного производства. В 2007-2008 гг. рост отрасли в России затормозился одновременно со снижением рентабельности бизнеса.
- ✘ Кризис сильно отразился на машиностроителях в связи с резким падением потребительского спроса: крупнейшие предприятия сократили производство, возник риск банкротства ряда компаний сектора из-за отсутствия возможности обслуживать и вовремя погашать долги.
- ✘ В то же время кризис предоставил отечественным машиностроительным компаниям дополнительные конкурентные преимущества — в связи с ростом цен на импортные машины и оборудование, предприятия вынуждены будут обратить свое внимание на российские машины и оборудование.
- ✘ Однако использовать подобные возможности в условиях спада инвестиционного и потребительского спроса **российские предприятия смогут только при финансовой поддержке государства.**

Ранее комиссией по повышению устойчивости экономики РФ уже было принято решение выделить КАМАЗу и Sollers по 5 млрд. руб. гарантий, ГАЗу — 10 млрд. руб. Более того, комиссия Минпромторга одобрила выделение 10 млрд. руб. гарантий АвтоВАЗу.

Учитывая последние события, **вряд ли можно рассчитывать на то, что этих средств хватит для оказания финансовой помощи всем нуждающимся в ней предприятиям.** К примеру, по данным Министерства экономического развития объем просроченной задолженности только по заработной плате в промышленном секторе к 1 марта 2009 года достиг 4,5 млрд. рублей (+87% за два месяца с начала года), а кредиторская задолженность промышленников в январе приблизилась к уровню в 5,7 трлн. рублей, что более чем на 30% превышает значение годом ранее.

Проблемы с погашением кредитов и займов возникли у Группы ГАЗ, совокупный размер долга которой оценивается более чем в 40 млрд. руб. АвтоВАЗ попросил о господдержке в размере 26 млрд. руб. Чуть меньшие суммы обязательств у КамАЗа (900 млн.\$) и Sollersa (740 млн.\$). Пока остается неясным, как компании будут выходить из сложившегося положения, особенно если Россию захлестнет вторая волна кризиса. В любом случае **восстановление сектора, на наш взгляд, начнется не ранее 2010-2011 гг. и, скорее всего, будет длительным и медленным.**

● Приложение

Крупнейшие машиностроительные компании, вошедшие в рейтинг Эксперт-400 в 2008 году

Автомобилестроение

АвтоВАЗ, Группа ГАЗ, Форд Мотор Компании, КамАЗ, Северсталь-Авто, Автотор, Автофрамос, Таганрогский автомобильный завод, ИжАвто, Джи-Эм-АвтоВАЗ

Авиа- и ракетостроение

Концерн ПВО Алмаз-Антей, АХК Сухой, ОПК Оборонпром, Корпорация Тактическое ракетное вооружение, НПК Иркут, ГКНПЦ им. М.В.Хруничева, Корпорация Аэрокосмическое оборудование, Уфимское моторостроительное ПО, НПО Сатурн, Информационные спутниковые системы им.академика М.Ф. Решетнева, ЦСКБ Прогресс, РКК Энергия им. С. П. Королева

Железнодорожное машиностроение

Трансмашхолдинг, ПО Уралвагонзавод, Алтайвагон

Сельскохозяйственное машиностроение и

Машиностроительные компании, акции которых котируются на российских биржах (ММВБ, Классический рынок РТС, РТС Board)

Автомобилестроение

КАМАЗ, АвтоВАЗ, УАЗ, Соллерс, ГАЗ, Заволжский моторный завод, Нефтекамский автозавод, Ижевский машзавод, Тутаевский моторный завод, ЯЗДА, Шадринский автоагрегатный завод, Павловский автобус, ЗИЛ, Автоприцеп – КАМАЗ, Русич-КЗКТ, ЯЗТА, Автодизель, Уралавтоприцеп

Авиа- и ракетостроение

НПК Иркут, РКК Энергия имени С. С. Королева, Уфимское моторостроительное ПО, НПО Сатурн, Улан-Удэнский авиационный завод, Казанский вертолетный завод, Туполев, Казанское моторостроительное ПО, АХК Сухой, Авиационный комплекс имени Ильюшина, Пермский моторный завод, Прогресс ААК им. Н. И. Сазыкина, Калужский двигатель, Пирометр, Теплообменник, АК Рубин, Воронежское акционерное самолетостроительное общество, Агрегат, Объединенный авиаприборстройконсорциум, Инкар, Техприбор, ГМЗ Агат, ММЗ Вперед, Авиаагрегат, Павловский МЗ Восход, Балашихинский литейно-

тракторостроение

Концерн Тракторные заводы, Комбайновый завод Ростсельмаш, Группа ЧТЗ

Промышленное оборудование

Объединенные машиностроительные заводы (группа Уралмаш-Ижора), Группа Гидравлические машины и системы, Мотовилихинские заводы

Энергетическое машиностроение

Концерн Силовые машины, Группа компаний Электрощит-ТМ Самара, Кировский завод

Прочее

ТВЭЛ, Телебалт, Индезит Интернешнл, ХК Электрозавод, Электроинжиниринг, ММПП Салют, Пермский моторостроительный комплекс, Ункомтех, Концерн Русэлпром, Камкабель, Севкабель-Холдинг, Европейская подшипниковая корпорация, Балтмикст, Электрокабель Кольчугинский завод

механический завод, НОАО Гидромаш, Омский завод гражданской авиации, Машиностроительный завод имени М.И. Калинина, Пермские моторы, Протон-Пермские моторы, НПК ЭЛАРА, ДУКС

Судостроение

Балтийский завод, Амурский судостроительный завод, Судостроительный завод Северная верфь, Ярославский судостроительный завод, судостроительная фирма Алмаз, Волгоградский судостроительный завод, Судостроительный завод Вымпел, Завод Красное Сормово, Находкинский судоремонтный завод, Новороссийский судоремонтный завод, Туапсинский судоремонтный завод, ХК Дальзавод, Амурский судостроительный завод, Выборгский судостроительный завод, ССЗ Лотос

Железнодорожное машиностроение

Тверской вагоностроительный завод, Рузхиммаш, МТЗ Трансмаш, Муромский стрелочный завод, Абакановагонмаш, Муромтепловоз, Трол-

лейбусный завод, ХК Коломенский завод

Энергетическое машиностроение

Силовые машины, Кировский завод, Чебоксарский агрегатный завод, Таганрогский котлостроительный завод Красный котельщик, Калужский турбинный завод, Энергомашкорпорация, Подольский машиностроительный завод (ЗиО), НПО ЭЛСИБ, Ленинградский металлический завод, Машиностроительный завод ЗиО-Подольск

Строительно-дорожное машиностроение

Автокран, Тверской экскаватор, Калужский завод путевых машин и гидроприводов, Чебоксарский завод промышленных тракторов, Тихорецкий машиностроительный завод им. В.В.Воровского, Копейский машиностроительный завод, Лебедянский завод строительно-отделочных машин

Нефтяное машиностроение

АЛНАС, Ижнефтемаш, Волгограднефтемаш, Буланашский машиностроительный завод, Нефтеавтоматика, Октябрьский завод нефтеавтоматики, Пензхиммаш

Сельскохозяйственное машиностроение

Ростсельмаш, Тульский комбайновый завод

Смешанное машиностроение

Курганмашзавод, Мотовилихинские заводы, Объединенные машиностроительные заводы, Нижегородский машиностроительный завод, Туламашзавод, Уралмашзавод, Уралтехнострой-Туймазыхиммаш

Производство электрооборудования, электронного и оптического оборудования

Электрозавод ХК, Электрозавод ПК ХК, МОРИОН, Тамбовский завод Электроприбор, Калужский завод автомобильного электрооборудования, Светлана СПб, Башкирское электр. телефонное общество, Завод Ладога, Квант, ЭЛАКС, ГЗАС им. Попова, Электровыпрямитель, Завод Компонент, Новая Эра, Электроприбор, Ярославский радиозавод, Плутон (Москва), Красногорский завод им. С. С. Зверева, Московский радиотехнический завод, АТЭ-1, Вологодский оптико-механический завод, Казанский оптико-механический завод, Московский завод электроизмерительных при-

боров, Радий, Раменский электротехнический завод Энергия, Сатурн, Омск, Свердловский завод трансформаторов тока, Счетмаш, Тензор, Тюменский аккумуляторный завод, Улан-Уденское приборостроительное ПО, Уральский приборостроительный завод, Челябинский электродный завод

Прочее

Ковровский электромеханический завод, Туймазинский завод автобетоновозов, Криогенмаш, Трансигналстрой, Волгабурмаш, РАТЕП, АНПП ТЕМП-АВИА, МЗ Арсенал, Алексинский завод тяжелой промышленной арматуры, Ковровский механический завод, Рудгормаш, ЛОМО, Кировский завод Маяк, Тяжстанкогидропресс, Завод им. В. А. Дегтярева, Станкомаш, ПМЗ Смычка, Таганрогский комбайновый завод, Волгогазппарат, Звезда, Московский подшипник, Тульский оружейный завод, Арзамасский машиностроительный завод, Александровский МЗ, Московский завод Станконормаль, Барнаульский станкостроительный завод, Ремонттрубопроводтехника, Раменский приборостроительный завод, Онежский тракторный завод, ВПМЗ Молот, Алтайский трактор, Барнаултрансмаш, АСО Бежецкий завод, КЗХ Бирюса, Буммаш, Владимирский тракторный завод, Волгоградский ЗТДН, Волго-дизельаппарат, Десятый подшипниковый завод, Компания Импульс, Камышевский электротехнический завод, Лысьвенский металлургический завод, Машзавод, НПО Искра, НПО Промавтоматика, Пензенский завод компрессорного машиностроения, Пензмаш, Пневмостроймашина, ТПТА Ритм, Самарский НТК им. Н.Д.Кузнецова, Троицкий дизельный завод, АБС ЗЭИМ Автоматизация, Анжерский машиностроительный завод, Армавирский электротехнический завод, Компрессорный завод (Краснодар), Газавтоматика (Москва), Курганский завод трубопроводной арматуры, Казанский завод компрессорного машиностроения, Копейский машиностроительный завод, Тантал, Владимирский электромоторный завод, Пензтяжпромарматура, Ярославский электромашинностроительный завод.

Аналитический отдел

Берсенеv Евгений Павлович,
начальник аналитического отдела
тел.: (495) 545-35-35 (доб. 158), e-mail: ebersenev@eufn.ru

Митрофанова Светлана Александровна,
ведущий аналитик
тел.: (495) 545-35-35 (доб. 156), e-mail: mitrofanova@eufn.ru

Белкина Анастасия Александровна,
аналитик (специализация: фундаментальный анализ)
тел.: (495) 545-35-35 (доб. 131), e-mail: belkina@eufn.ru

Контакты

Открытое Акционерное Общество «ИК «Еврофинансы»

Аналитический отдел: (495) 545-35-35, доб. 158, 156, 131

Отдел активных операций: (495) 545-35-35, доб. 120, 103, 113

119049 г. Москва,
Шаболовка, д.10, корп.2
Телефон: (495) 545-35-35
(многоканальный)
Факс: (495) 644-43-13

Фотографии на титульной странице отчета: Alcor Plast, World News.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация является исключительной собственностью ИК «Еврофинансы». Несанкционированное копирование, воспроизведение и распространение данной информации без письменного разрешения ИК «Еврофинансы» запрещено.

ИК «Еврофинансы» не несет какой-либо ответственности относительно любых последствий в результате использования информации, содержащейся в данном аналитическом отчете. ИК «Еврофинансы» не дает гарантий относительно полноты и достоверности приведенной в настоящем отчете информации. Настоящий отчет составлен на основе информации, полученной из официальных источников, надежность и достоверность которых общепризнанны. Вся информация, содержащаяся в данном отчете, ни при каких условиях не может рассматриваться как предложение или рекомендация к покупке или продаже ценных бумаг, предоставление гарантий или обещаний относительно будущих изменений на рынке ценных бумаг и действий эмитентов данных ценных бумаг. За последствия любых решений, принятых на основе настоящего отчета, ИК «Еврофинансы» ответственности не несет.