

GENERAL MOTORS

АКТУАЛИЗАЦИЯ ОЦЕНКИ

5 мая 2023 г.

ОТКАЗ ОТ CHEVROLET BOLT СЪЕЛ ВСЬ ПОТЕНЦИАЛ

При оценке General Motors мы полагались на активное развитие компанией направления электромобилей, однако GM не оправдывает наши надежды, ликвидируя производство флагманского Chevrolet Bolt (98% от общих продаж электромобилей консорциума в 2022 г.). На авторынке, кроме того, выросла ценовая конкуренция. Мы считаем, что с учетом потенциально более низких, чем у компаний-аналогов, темпов роста прибыли (CAGR 2023–2026 в 1,1% против средних по конкурентам в 2,4%) рынок сейчас справедливо оценивает GM по коэффициенту P/E 2024П на уровне 4,9 — на 29% ниже, чем в среднем по конкурентам (6,9). Мы сокращаем целевую цену на 41% до \$35 за акцию и снижаем рейтинг с уровня «Покупать» до «Держать».

Оценка: по методу DCF с горизонтом 12 месяцев.

Катализаторы: запуск нового электрокара; повышение рентабельности.

Риски: уменьшение доли рынка; появление новых технологий у конкурентов.

Компания начнет терять долю рынка. В 1К23 выручка General Motors от продажи автомобилей выросла на 12% г/г до \$36,6 млрд, но динамика оказалась хуже, чем у основного конкурента — Ford Motor (+19% г/г). При этом GM отказалась от производства своего флагманского электромобиля Chevrolet Bolt, который должен был стать основным драйвером выручки на горизонте 2030 г. Согласно стратегии автоконцерна, доля выручки от электрокаров должна была к 2025 г. увеличиться с текущих 2% до 17%, а к 2030 г. — до 42%; в прошлом году 98% продаж электрокаров приходилось на Bolt. Развитие электротранспорта помогло бы удержать долю GM на автомобильном рынке Северной Америки на уровне текущих 20%. Теперь же, в то время как конкуренты продолжают активно развивать производство электромобилей, General Motors будет отставать от соперников, и эта доля снизится к 2026 г. до 16%. Рынок электромобилей, как ожидается, будет расти на 35% в год (CAGR 2022–2028) и станет основным драйвером авторынка в целом.

Отказ от Chevrolet Bolt замедлит рост прибыли General Motors. Ранее мы прогнозировали GAGR выручки автоконцерна на 2023–2026 гг. на уровне 7%, теперь — 3%. Доходы от продаж электромобилей должны были, по нашей прежней оценке, составить около 18% от общей выручки компании к 2026 г., и 90% из них приходилось бы на Chevrolet Bolt. Вместе с тем в 2023 г. GM намерена прекратить производство этой марки из-за проблем с возгоранием автомобилей и периодически возникающей необходимостью отзываться крупные партии из дилерских центров. Теперь компания планирует сделать ставку на электрические внедорожники. Мы полагались на Bolt как на основной триггер роста выручки компании и теперь считаем, что к 2026 г. лишь 5% от общей выручки GM придется на электрокары. Темпы роста чистой прибыли в 2023–2026 гг. (CAGR) в нашем прогнозе также уменьшены: с 9% до 1%.

Прогноз по рентабельности понижен. На фоне роста затрат на обновление технологии Cruise мы уменьшаем прогноз по EBITDA в 2023 г. на 27%, в 2024 г. — на 29%, в 2025 г. — на 37%, ожидая снижения рентабельности по EBITDA с 14% в 2022 г. до 11% в 2023 г. и ее стагнации на этом уровне в ближайшие пять лет. При этом FCF окажется примерно вдвое меньше ожидавшихся нами значений в 2023–2025 гг.

Акции General Motors торгуются на справедливом уровне. Используя в DCF-модели WACC в 11,7%, мы получили стоимость компании в \$54,6 млрд. При чистом долге в \$3 млрд это предполагает целевую цену на горизонте года в \$35 за акцию, потенциал превышения текущих уровней в 10% и рейтинг «Держать». При этом мы видим потенциал роста в случае развития сегмента автономного транспорта.

General Motors	GM US
ISIN	US37045V1008
Новый рейтинг	ДЕРЖАТЬ
Прежний рейтинг	Покупать
Целевая цена, \$/акцию	35
Изменение целевой цены	-41%
Текущая цена, \$/акцию	32
Потенциал роста	10%
Горизонт оценки	12 месяцев
Рыночная капитализация, \$ млрд	45
Степень инвестиционного риска	●●●○○

Источники: ИБ Синара, Bloomberg

ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ И ОЦЕНКА

\$ млрд	2021	2022	2023П	2024П
EV/EBITDA	4,2	2,1	2,9	2,8
P/E	8,8	4,9	4,7	4,9
Выручка	127	157	157	158
EBITDA (скорр.)	21	22	16	17
Чистая прибыль	10	10	9	9
FCF	8	7	5	5
Изм. выручки г/г	4%	23%	0%	1%
Рентаб. по EBITDA	17%	14%	11%	11%
Доходность FCF	6%	4%	3%	3%
Дивдоходность	0%	1%	1%	1%

Источники: данные компании, ИБ Синара

Ирина Фомкина
Аналитик

ПЕРЕСМОТР ПРОГНОЗОВ

Принимая во внимание более сильные, чем мы прогнозировали, продажи автомобилей с двигателем внутреннего сгорания и восстановление поставок авто после пандемии, мы повышаем прогноз по выручке компании в 2023 г. на 21%, в 2024 г. — на 16%, в 2025 г. — на 6%. При этом из-за отказа от производства Chevrolet Bolt темпы увеличения показателя в 2023–2026 гг. (CAGR) мы оцениваем теперь в 3% (ранее — в 7%). Темпы роста чистой прибыли в 2023–2026 гг. (CAGR) теперь прогнозируем на уровне примерно 1% при ранее ожидавшихся 9%.

Из-за увеличения затрат на технологию Cruise мы сокращаем прогноз по EBITDA в 2023 г. на 27%, в 2024 г. — на 29%, в 2025 г. — на 37%. FCF окажется примерно вдвое меньше ожидавшихся нами уровней в 2023–2025 гг.

GENERAL MOTORS: ОСНОВНЫЕ ИЗМЕНЕНИЯ В ПРОГНОЗАХ

\$ млн	2023	2024	2025
Новый прогноз			
Выручка	156 543	158 332	165 600
EBITDA	16 437	16 937	17 388
Чистая прибыль	9 489	9 116	10 025
FCF	5 119	4 931	5 361
Прежний прогноз			
Выручка	129 462	136 217	156 000
EBITDA	22 436	23 947	27 815
Чистая прибыль	9 505	10 223	11 785
FCF	9 655	10 581	10 390
Изменение			
Выручка	21%	16%	6%
EBITDA	-27%	-29%	-37%
Чистая прибыль	0%	-11%	-15%
FCF	-47%	-53%	-48%

Источник: ИБ Синара

СРАВНЕНИЕ С КОНСЕНСУС-ПРОГНОЗАМИ

После снижения прогнозов наши оценки по выручке за 2023–2024 гг. меньше консенсус-прогноза Bloomberg на 4%.

GENERAL MOTORS: СРАВНЕНИЕ ПРОГНОЗОВ ИБ СИНАРА С КОНСЕНСУС-ПРОГНОЗАМИ

\$ млн	2023			2024		
	ИБ Синара	Консенсус	Δ	ИБ Синара	Консенсус	Δ
Выручка	156 543	162 260	-4%	158 332	165 202	-4%
EBITDA	16 437	16 393	0%	16 937	16 351	4%
Чистая прибыль	9 489	8 950	6%	9 116	8 608	6%
Рентабельность по EBITDA	11%	10%	1 п. п.	11%	10%	1 п. п.
Рентабельность по чистой прибыли	6%	6%	0 п. п.	6%	5%	1 п. п.

Источники: Bloomberg, ИБ Синара

РИСКИ

Основные риски мы видим в значительном росте конкуренции, а именно — намерении конкурентов (Ford Motors, Toyota и проч.) нарастить продажи электромобилей. Ford ожидает, что к концу 2026 г. сможет производить около 2 млн электромобилей в год. Toyota собирается выпустить 10 новых моделей электрокаров и продавать около 1,5 млн автомобилей в год к 2026 г. При этом большая часть населения переключит внимание с автомобилей с двигателем внутреннего сгорания на электрокары. Смене приоритетов потребителей поспособствуют и намерения правительства США и ЕС запретить продажу и затем использование транспорта с ДВС или гибридными двигателями на горизонте 2035 г. Это может привести к технологическому отставанию General Motors от остальных игроков и потере значительной доли рынка к 2035 г. даже в случае запуска нового электромобиля спустя время.

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ

Как видно из таблицы со сравнительной оценкой, акции General Motors по P/E 2024П (4,9) торгуются на 29% ниже медианного показателя компаний-аналогов (6,9), что, на наш взгляд, отражает более скромные темпы роста прибыли компании в 2023–2026 гг. (CAGR в 1,1%) против медианных по конкурентам (2,4%). Мы считаем, что рынок по большей мере справедливо оценивает перспективы роста General Motors.

Рассчитанная нами по DCF-модели целевая цена акций автоконцерна составляет \$35 за штуку, что предполагает потенциал роста всего в 10% и рейтинг «Держать».

СРАВНИТЕЛЬНАЯ ОЦЕНКА GENERAL MOTORS И ОСНОВНЫХ КОНКУРЕНТОВ

Компания	EV/EBITDA		P/E	
	2023П	2024П	2023П	2024П
General Motors	2,9	2,8	4,7	4,9
Ford Motors	2,1	2,2	6,9	6,9
Nissan	10,2	10,3	7,3	5,9
Toyota	11,9	11,3	11,5	10,6
Tesla	28,0	20,2	43,6	29,7
BMW	4,5	4,4	6,9	6,8
Медиана	10,2	10,3	7,3	6,9

Источники: Bloomberg, ИБ Синара

GENERAL MOTORS: ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ПО МЕТОДУ DCF

\$ млн (если не указано иное)	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	Терминальная стоимость
Свободный денежный поток (FCF)	5 119	4 931	5 361	6 459	6 203	55 113
Коэффициент дисконтирования	1,07	1,19	1,33	1,48	1,64	1,64
Дисконтированный FCF	4 768	4 128	4 034	4 368	3 771	33 504
Справедливая стоимость компании (EV)	54 574					
Чистый долг	2 989					
Корректировки на пенсионные обязательства	5 743					
Справедливая рыночная капитализация	45 842					
Целевая цена, \$ за акцию	35					
		Безрисковая ставка				3,5%
		COE				11,7%
		WACC				11,3%
		Терминальный темп роста				0,0%

Источники: данные компании, ИБ Синара

GENERAL MOTORS: ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

Отчет о прибылях и убытках, \$ млн	2020	2021	2022	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Выручка	122 485	127 004	156 735	156 543	158 332	165 600	172 727	181 984
Коммерческие и административные расходы	7 038	8 554	10 667	11 655	13 761	14 975	17 669	19 213
EBITDA	19 449	21 375	21 605	16 437	16 937	17 388	18 477	19 108
Износ и амортизация	12 815	12 051	11 290	5 479	6 517	5 796	7 109	6 369
Скорректированная операционная прибыль	6 634	9 324	10 315	10 958	10 420	11 592	11 367	12 739
Прибыль до налогообложения	8 095	12 716	11 597	12 486	11 995	13 191	12 994	14 382
Налоги на прибыль	1 774	2 771	1 888	2 997	2 879	3 166	3 118	3 452
Скорректированная чистая прибыль	6 321	9 945	9 709	9 489	9 116	10 025	9 875	10 930
Балансовый отчет, \$ млн	2020	2021	2022	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Всего оборотные активы	80 924	82 103	100 450	107 967	112 501	117 466	123 527	129 333
Денежные средства и краткосрочные вложения	19 992	20 067	19 153	26 670	31 204	36 169	42 230	48 036
Основные средства	37 632	41 115	45 248	49 162	52 857	56 997	59 854	63 985
Итого активы	235 194	244 718	264 036	275 508	283 780	292 926	301 887	311 866
Всего текущие обязательства	79 910	74 408	91 173	91 537	92 297	93 057	93 817	94 577
Краткосрочная задолженность	79 910	74 408	91 173	91 537	92 297	93 057	93 817	94 577
Долгосрочная задолженность	105 607	104 495	10 579	109 318	109 399	103 437	94 369	91 812
Собственный капитал	45 030	59 744	67 792	70 519	77 949	92 297	109 566	121 342
Доля меньшинства	4 647	6 071	4 135	4 135	4 135	4 135	4 135	4 135
Итого обязательства и собственный капитал	235 194	244 718	264 037	275 508	283 780	292 926	301 887	311 866
Отчет о движении денежных средств, \$ млн	2020	2021	2022	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
ЕВИТ	6 634	9 324	10 315	10 958	10 420	11 592	11 367	12 739
Амортизация	12 815	12 051	11 290	5 479	6 517	5 796	7 109	6 369
Чистый операционный денежный поток	16 670	15 188	16 043	14 512	15 144	15 297	16 425	16 703
Капитальные затраты	(5 300)	(7 509)	(9 238)	(9 393)	(10 212)	(9 936)	(9 966)	(10 500)
Чистый денежный поток от инвестиций	(21 826)	(16 355)	(17 882)	(9 393)	(10 212)	(9 936)	(9 966)	(10 500)
Чистый денежный поток от финансовых операций	5 552	1 744	383	(397)	(397)	(397)	(397)	(397)
Свободный денежный поток (FCF)	11 370	7 679	6 805	5 119	4 931	5 361	6 459	6 203

Источники: данные компании, ИБ Синара

Аналитический департамент

Sinara_Research@sinara-finance.ru

Директор департамента

Кирилл Таченников

TachennikovKV@sinara-finance.ru

Макроэкономика

Сергей Коныгин

KonyninSS@sinara-finance.ru

Рынок облигаций

Александр Афонин

AfoninAK@sinara-finance.ru

Александр Гайда

GaidaAS@sinara-finance.ru

Зарубежные рынки акций

Сергей Вахрамеев

VahrameevSS@sinara-finance.ru

Ирина Фомкина

FomkinaIA@sinara-finance.ru

Георгий Горбунов

GorbunovGI@sinara-finance.ru

Российский рынок акций

Нефть и газ

Кирилл Таченников

TachennikovKV@sinara-finance.ru

Кирилл Бахтин

BakhtinKV@sinara-finance.ru

Василий Мордовцев

MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Металлургия

Дмитрий Смолин

SmolinDV@sinara-finance.ru

Стратегия

Кирилл Таченников

TachennikovKV@sinara-finance.ru

Василий Мордовцев

MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Финансовый сектор

Ольга Найдёнова

NaidenovaOA@sinara-finance.ru

Технологии, телекоммуникации, ретейл

Константин Белов

BelovKA@sinara-finance.ru

Группа выпуска

Василий Мордовцев

MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Станислав Захаров

ZakharovSV@sinara-finance.ru

Девелопмент

Ирина Фомкина

FomkinaIA@sinara-finance.ru

Электроэнергетика, транспорт

Матвей Тайц

TaitsMV@sinara-finance.ru

Георгий Горбунов

GorbunovGI@sinara-finance.ru

Инна Драч

DrachIG@sinara-finance.ru

Себастьян Барендт

BarendtSF@sinara-finance.ru

Георгий Горбунов

GorbunovGI@sinara-finance.ru

© 2023, ПАО Банк Синара.

Настоящий материал подготовлен ПАО Банк Синара исключительно в информационных целях и только для его получателя.

Настоящий материал является собственностью ПАО Банк Синара (Банк) и не может быть использован в каких-либо целях (в т. ч. посредством цитирования или ссылки в средствах массовой информации) без письменного согласия Банка. Использование информации из настоящего материала полностью или частично, в т. ч. копирование, заимствование, компиляция, цитирование в коммерческих целях, возможно только на договорной основе с Банком. Любые ссылки на настоящий материал или его часть, а также упоминание факта проведения Банком того или иного аналитического исследования, равно как и воспроизведение, передача и распространение настоящего материала среди третьих лиц, запрещены без письменного согласия Банка.

Информация, содержащаяся в настоящем материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в нем, могут не соответствовать инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям) получателя материала. Определение соответствия финансового инструмента либо операций интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является задачей получателя настоящего материала. ПАО Банк Синара не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения (невозможности совершения) операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в настоящем материале, и не рекомендует использовать настоящий материал в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Представленная в настоящем материале информация не может рассматриваться в качестве гарантий или обещания будущей доходности вложений. Содержащиеся в настоящем материале мнения и оценки подготовлены на основе публичных источников, которые рассматриваются Банком как надежные, однако за достоверность, точность и полноту содержащейся в настоящем материале информации Банк ответственности не несет. Стоимость инвестиций может как уменьшаться, так и увеличиваться, и получатель материала в конечном счете может не получить первоначально инвестированную сумму. Результат инвестирования в прошлом не определяет дохода в будущем.

Суждения о финансовых инструментах, содержащиеся в настоящем материале, носят предположительный характер, не могут рассматриваться или быть использованы в качестве предложения или побуждения сделать заявку на покупку или продажу либо вложение в финансовые инструменты, и выражены с учетом ситуации на рынке ценных бумаг и связанных с ней событий на дату выхода материала без обязательства их последующего обновления.

Иностранные финансовые инструменты, упомянутые в настоящем материале, могут быть не квалифицированы в качестве ценных бумаг в соответствии с законодательством РФ. Информация об иностранных финансовых инструментах, содержащаяся в настоящем материале, не может использоваться получателями, не соответствующими критериям для признания квалифицированным инвестором в соответствии с законодательством РФ.

Операции с финансовыми инструментами связаны с риском. Получатель настоящего материала должен учитывать возможные риски, сопряженные с осуществлением операций на финансовых рынках.

Настоящий материал не является офертой, предложением делать оферты. Не является рекламой ценных бумаг, иных товаров и (или) услуг.

Настоящий материал подлежит распространению исключительно на территории РФ. При наличии согласия Банка на распространение и копирование материалов необходимо указание ссылки на источник. Изменение материала и (или) его части не допускается без получения предварительного письменного согласия ПАО Банк Синара. Дополнительная информация предоставляется на основании адресного запроса. Распространение без согласия ПАО Банк Синара в любой форме является нарушением условий получения материала и влечет ответственность, предусмотренную законодательством РФ.

До выхода настоящего материала его содержание не раскрывалось эмитентам ценных бумаг, упомянутым в материале.

Список компаний, в отношении которых у ПАО Банк Синара и (или) аффилированных с Банком лиц может возникать конфликт интересов при подготовке аналитических материалов ввиду наличия у Банка и (или) аффилированных с Банком лиц договорных отношений с такими компаниями, и (или) владения Банком и (или) аффилированными с Банком лицами ценными бумагами таких компаний, и (или) владения такими компаниями акциями (долями), составляющими уставный капитал Банка и (или) аффилированных с Банком лиц, и (или) в связи с участием должностных лиц Банка и (или) аффилированных с Банком лиц в органах управления указанных компаний (список актуален на дату составления материала): АК «АЛРОСА» (ПАО), ООО «Брусника. Строительство и девелопмент», АО «БТИПЗ», EVRAZ PLC, ПАО «Газпром нефть», ПАО «Газпром», Global Ports Investments PLC, Globaltrans Investment PLC, ПАО «Интер РАО», ПАО «ЛУКОЙЛ», ПАО «Магнит», ПАО «ММК», ПАО «Мечел», ПАО «ГМК «Норильский никель», ПАО «МТС», ПАО «НОВАТЭК», ПАО «НЛМК», Petropavlovsk PLC, АО «ГК «Пioneer», PolyMetal International PLC, ПАО «Группа Позитив», PPF Group, ПАО «ННК «Роснефть», ОАО «РЖД», ПАО «ГК «Самолет», ПАО Сбербанк, ПАО «Северсталь», АО «Группа Синара», ПАО АФК «Система», ПАО «Татнефть» им. В. Д. Шашина, TCS Group Holding PLC, ПАО «ТМК», МКПАО «ОК РУСАЛ», PLLC Yandex N.V., ООО «АРЕНЗА-ПРО», АО «ГК «ЕКС», ООО «ИА ТБ-1», ООО «ЛЕГЕНДА», АО «ЭТАЛОН-ФИНАНС», АО ХК «Новотранс», НАО «ПКБ», ГК «Промомед» (АО «Промомед»/ООО «Промомед ДМ»), ООО «РЕСО-Лизинг», ООО «Славянск ЭКО», ООО «ТАЛАН-ФИНАНС», ПАО «Трансфин-М», АО «Экспобанк», АО «Коммерческая недвижимость ФПК «Гарант-Инвест», ПАО «Селигдар», ПАО «Сережа Групп», ПАО «Группа Черкизово», АО «Синара — Транспортные Машины», ООО ВИС-ФИНАНС, ООО «МВ Финанс», Евразийский банк развития.

При оценке финансовых инструментов и эмитентов ценных бумаг в настоящем материале были использованы следующие методы и подходы для оценки: метод дисконтированных денежных потоков, сравнительно-сопоставительный анализ и (или) дисконтированная дивидендная либо купонная модель. В случае использования в настоящем материале рейтинговых оценок такие оценки предполагают следующее возможное отклонение прогнозной цены ценной бумаги от цены, использованной при оценке, на горизонте 12 месяцев: «Покупать» > 5% + расчетная стоимость собственного капитала эмитента, 5% + расчетная стоимость собственного капитала эмитента > «Держать» + расчетная стоимость собственного капитала эмитента, «Продавать» - расчетная стоимость собственного капитала эмитента.

Помимо рейтинговых оценок, в настоящей публикации указывается или может быть указана степень инвестиционного риска, с которым, по оценке Банка, связано владение акциями соответствующего эмитента, с учетом отраслевой принадлежности эмитента, долговой нагрузки эмитента, ликвидности его акций, высокой степени зависимости оценки от будущих темпов роста компании, публикации эмитентом отчетности, факторов неопределенности в связи с имеющей место или предполагаемой реорганизацией либо национализацией, прогнозируемой выплаты дивидендов и иных корпоративных рисков. Степень инвестиционного риска имеет следующие обозначения: ●●●●● (очень высокая), ●●●●● (высокая), ●●●● (средняя), ●●●● (низкая), ●●●● (очень низкая).

Инвестиционный Банк Синара (ИБ Синара) — зарегистрированный товарный знак, под которым ПАО Банк Синара оказывает инвестиционные услуги на фондовом и денежном рынках.

ПАО Банк Синара

Универсальная лицензия Банка России РФ № 705 от 28.02.2022 на осуществление банковских операций со средствами в рублях и иностранной валюте (с правом привлечения во вклады денежных средств физических лиц) и на осуществление банковских операций с драгоценными металлами.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности №065-08840-100000 от 12.01.2006. Выдана ФСФР России без ограничения срока действия.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности №065-08844-010000 от 12.01.2006. Выдана ФСФР России без ограничения срока действия.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности №065-14099-000100 от 19 августа 2021 г. Выдана Банком России без ограничения срока действия.

Регистрация в Реестре Банка России 23.11.2021 в качестве инвестиционного советника за номером 123.