

Инвестиционная идея по еврооблигациям GM 5.4'29

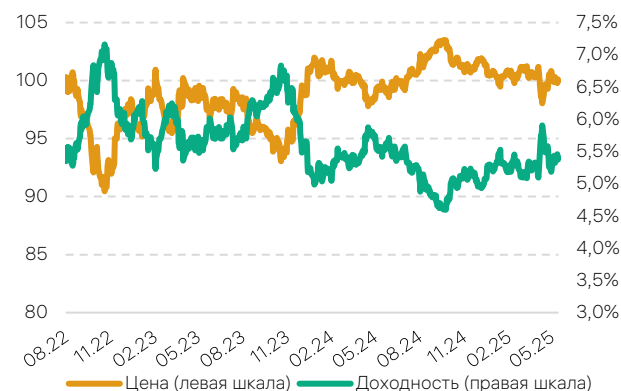
15 мая 2025 г.

Бондарец Данил
d.bondarets@halykfinance.kz

Основные сведения	
Компания	General Motors Company
Тикер	GM
еврооблигаций	
Страна риска	США
Сектор	Автоиндустрия
Кредитные рейтинги	Baa2 St./BBB St./BBB Pos.
(M/S/F) ¹	
Рекомендация	Покупать на 2 года
Ожидаемая доходность за период держания (годовых)	5.9%
Выпуск	GM 5.4'29
ISIN	US37045VAY65
Рынок	Global
Валюта	USD
Тип выпуска	Senior Unsecured
Встроенные опционы	Callable
Периодичность купона	Раз в полгода
Купонная ставка	5.40%
Доходность к погашению	5.40%
Доходность к худшему	5.40%
G-Spread	127
Текущая цена	99.990%
Дата погашения	15.10.2029
Объем в обращении	\$1 000 млн
Минимальный лот	\$2 тыс.

Финансовые показатели, \$ млн	2023	2024	3М2025
Выручка	171 842	187 442	44 020
EBITDA автобизнеса	18 824	20 219	4 794
Чистая прибыль	10 127	6 008	2 784
Активы	273 064	279 761	282 104
Обязательства	208 778	216 689	217 732
Капитал	64 286	63 072	64 372
CFO	20 930	20 129	6 061
CFI	(14 663)	(20 517)	(4 490)
CFF	(6 353)	1 938	(543)

Рисунок 1. Цена и доходность в динамике



Источник: Bloomberg

Инвестиционный тезис

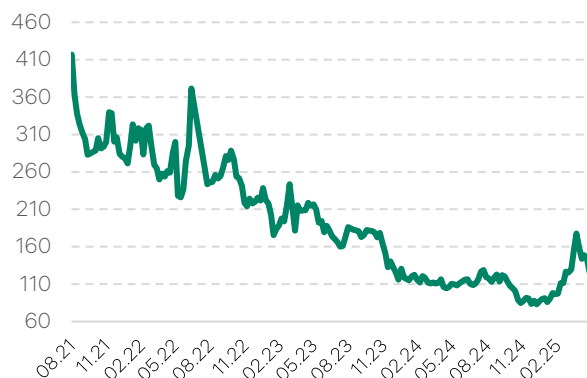
Представляем вашему вниманию еврооблигации General Motors Company с погашением в 2029 году. В настоящее время они торгуются с доходностью к погашению 5.38%–5.42% годовых (YTW 5.38%–5.42%). Доходность по выпуску выросла более чем на 20 бп после анонса Дональдом Трампом новых тарифов на импорт автомобилей и автозапчастей, а также на фоне более широкой распродажи активов, вызванной введением взаимных тарифов на импорт в США (пусть и не затрагивающих автопром напрямую).

Тарифное давление особенно чувствительно для GM, учитывая тот факт, что до 55% продаваемых в США автомобилей компании производятся за пределами страны. Это самый высокий уровень среди компаний «большой тройки» – Ford, Stellantis и General Motors. Однако мы считаем, что рыночная реакция оказалась чрезмерной. Наше мнение подкрепляется следующими факторами:

- лидирующие рыночные позиции GM на рынке в США, растущая выручка и более высокая операционная эффективность в сравнении с Ford и Stellantis дают компании больше возможностей для: 1) принятия части дополнительных расходов на себя при сохранении маржи на уровне конкурентов и 2) повышения цен на автомобили без значительной потери доли рынка благодаря высокой лояльности потребителей, обеспечивающей более низкую эластичность спроса;
 - потенциальные компенсирующие меры со стороны администрации США (в т.ч. налоговые стимулы на автомобильное кредитование для покупателей);
 - позитивный эффект для GM Financial от роста спроса на автокредиты на фоне потенциального увеличения цен как новых, так и поддержанных автомобилей, а также возможных налоговых стимулов;
 - сильные кредитные метрики и высокий уровень ликвидности автомобильного бизнеса, ограничивающие влияние тарифных издержек на кредиторов компании.
- В совокупности эти факторы делают GM наиболее предпочтительным эмитентом для увеличения экспозиции на облигации автомобильного сектора после прошедших «распродаж». Мы инициируем рекомендацию «Покупать на 2 года» по выпуску GM 5.4'29 с ожидаемой доходностью за период держания 5.9% годовых.

¹ Moody's/S&P Global/Fitch

Рисунок 2. G-Spread облигации



Источник: Bloomberg

О выпуске

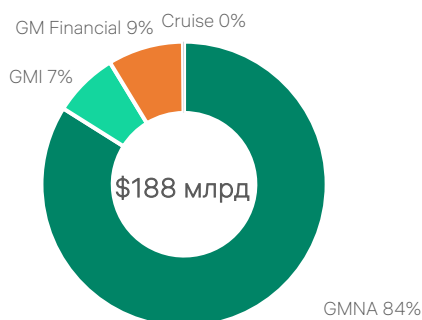
GM 5.4'29 является старшим необеспеченным долговым обязательством General Motors Company. Купонная ставка по данному выпуску составляет 5.4% с полугодовой выплатой. Модифицированная дюрация данного выпуска составляет 3.9. Таким образом, он относится к среднесрочному сегменту дюрации, который, согласно [нашей инвестиционной стратегии на 2025 год](#), является наиболее привлекательным с точки зрения соотношения доходности и процентного риска.

Этот выпуск облигаций предназначен для финансирования или рефинансирования новых или существующих «зеленых» проектов, соответствующих определенным критериям устойчивости, таким как разработка и производство технологий чистого транспорта, включая электрические и водородные транспортные средства, а также проекты по улучшению инфраструктуры и энергетической эффективности. Все проекты будут отбираться и контролироваться внутренним Советом по устойчивому финансированию, а распределение средств будет раскрыто в ежегодном отчете и подтверждено внешним аудитом.

Облигационный выпуск содержит провизию досрочного погашения (make-whole) на следующих условиях: до 15 августа 2029 года (за три месяца до даты их погашения) эмитент имеет право выкупить выпуск полностью или частично по цене равной большему из (1) суммы приведенной стоимости оставшихся запланированных платежей по основной сумме и процентам, дисконтированных к дате выкупа по ставке казначейских облигаций США (UST) с аналогичным сроком погашения на момент выкупа + 45 бп, за вычетом процентов, начисленных к дате выкупа, или (2) 100% от номинала. Также, начиная с 15 августа 2029 года, General Motors может выкупить выпуск полностью или частично, в любое время, по цене выкупа равной 100% от номинала плюс начисленные и неуплаченные проценты на дату выкупа. Мы считаем реализацию данного сценария в течение срока нашей рекомендации довольно низкой по 2 причинам: 1) мы ожидаем, что в ближайшие 2 года компания будет приоритизировать оптимизацию своего бизнеса под новые торговые условия, что может потребовать дополнительных капитальных вложений; 2) долговая нагрузка компании уже является достаточно низкой, что не создаёт срочной необходимости выкупать имеющиеся выпуски для стабилизации кредитных метрик.

У выпуска отсутствуют существенные защитные ковенанты, за исключением запрета на предоставление обеспечения по новым обязательствам без аналогичных условий для текущих держателей облигаций. Также General Motors и её дочерние компании не могут осуществлять сделки продажи и обратной аренды

Рисунок 3. Структура выручки компании, %



Источник: Данные компании

ключевых производственных активов в США, если только вырученные средства не используются для погашения долгосрочного долга или инвестиций в сопоставимую недвижимость, либо если такая сделка допустима в рамках ковенанта, описанного выше.

О компании

General Motors Company (далее «GM», «General Motors» или «компания») – один из крупнейших мировых автопроизводителей, осуществляющий выпуск и продажу легковых и коммерческих автомобилей, а также предоставляющий финансовые услуги через дочернюю компанию GM Financial. Основной рынок сбыта компании – Северная Америка, в частности США, на которые приходится около 72% от общего объема продаж. Параллельно, GM представлена и на других ключевых рынках, включая Китай, Южную Америку и ряд международных регионов. Продукция компании реализуется под четырьмя основными брендами: Chevrolet, Cadillac, Buick и GMC. Стратегический акцент сделан на выпуск пикапов и кроссоверов (SUVs), однако в модельной линейке также присутствуют спортивные автомобили под брендом Chevrolet Corvette. Компания была основана в 1908 году, а её штаб-квартира расположена в Детройте, штат Мичиган.

General Motors – публичная компания, её акции торгуются на NYSE под тикером «GM». По состоянию на середину мая 2025 года её рыночная капитализация составляет \$48.4S млрд. Крупнейшими держателями акций компании являются Blackrock (9.93%), The Vanguard Group (9.34%) и State Street Global Advisors (5.35%).

Сегменты компании

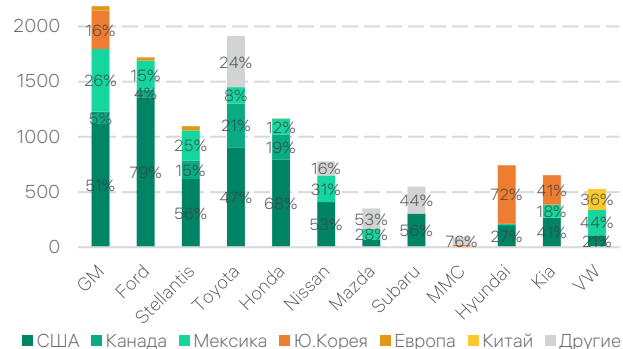
Компания разделяет свой бизнес на 4 сегмента:

1) **General Motors North America (GMNA)**. Основной и наиболее прибыльный сегмент компании, который включает продажи автомобилей на рынках США, Канады и Мексики, а также выручку от реализации автозапчастей, аксессуаров и сопутствующих услуг. В последние 12 месяцев на этот сегмент пришлось 84% совокупной выручки GM. Операционная маржа данного сегмента (на основе adjusted EBIT - операционной прибыли до учёта разовых расходов на реструктуризацию) составляет 8.8%.

2) **General Motors International (GMI)**. Сегмент включает в себя продажи автомобилей, запчастей, аксессуаров и услуг за пределами Северной Америки, включая такие регионы как Южная Корея, Ближний Восток, Южная Африка. Доля этого сегмента в бизнесе компании значительно меньше, чем у североамериканского. На него приходится лишь 7% от выручки, а его операционная маржа составляет 2.6%.

3) **General Motors Financial**. Финансовое подразделение, предоставляющее услуги автокредитования и лизинга для

Рисунок 4. Разбивка продаж автомобилей в США за 10мес2024 года по стране производства, тыс.



Источник: Nomura, Ward's auto, Marklines

клиентов компании. Является вспомогательным сегментом, способствующим росту продаж основного бизнеса. В 2024 году, 39% розничных продаж автомобилей в США были профинансированы через GM Financial. Помимо вспомогательной роли, данный сегмент стабильно генерирует самостоятельный доход в виде процентов по выданным кредитам и заключённым контрактам на лизинг. Его вклад в выручку составляет 9%, но при этом он отличается самой высокой операционной маржой среди сегментов компании со значением в 18.0%.

4) **Cruise.** Данный сегмент занимается разработкой и коммерциализацией технологий автономного вождения. До декабря 2024 года сегмент фокусировался на разработке сервиса роботакси, однако компания решила сосредоточиться на развитии технологий для персонального транспорта. В рамках новой стратегии GM планирует выкупить доли миноритарных акционеров Cruise (около 3%), став единоличным владельцем компании. В будущем планируется интеграция операций Cruise с операциями внутренних подразделений GM для совместной работы над системами помощи водителю (ADAS) и созданием полностью автономных персональных автомобилей. В связи с тем, что деятельность Cruise направлена на разработку новых технологий, его вклад в выручку компании на данный момент незначителен и составляет менее 1% и он продолжает оставаться убыточным.

Компания также имеет присутствие в Китае через совместное предприятие SAIC-GM. Доля владения GM в нём не превышает 50%, в связи с чем компания не консолидирует его выручку, а признаёт доход от доли в прибыли неконсолидированных аффилированных компаний

Несмотря на высокую чувствительность GM к тарифам на автомобильный сектор, их итоговое влияние может быть существенно ниже, чем предполагают пессимистичные сценарии

В последние несколько месяцев General Motors, и вся автомобильная индустрия в целом, оказались под ударом со стороны торговой политики новой правительственной администрации в США, возглавляемой Дональдом Трампом. Изначально, основной угрозой для GM было введение 25% тарифов на импорт из Канады и Мексики, о которых должно было быть объявлено 1-февраля 2025 года. В преддверии этой даты мы опубликовали [статью](#), анализирующую влияние такого исхода событий на автомобильную промышленность, где мы отмечали, что компания имеет наибольшую экспозицию на производство в этих странах (30-40% проданных в США автомобилей производятся в Канаде и Мексике) среди всех американских автопроизводителей. Однако, на тот момент наш базовый сценарий заключался в том, что угрозы

тарифов были лишь переговорной тактикой и мы не ожидали вступления каких-либо реальных пошлин в силу. Мы также отмечали, что спреды по выпускам автопроизводителей со значительной долей производства в Канаде и Мексике не продемонстрировали заметного расширения перед потенциальным введением тарифов, в связи с чем заключили, что причин для наращивания экспозиции на выпуски эмитентов из автомобильной индустрии, не входящих в наши предыдущие рекомендации, не было.

С тех пор ситуация с тарифной политикой США в отношении других стран и автомобильного сектора, в частности, претерпела значительные изменения. Во-первых, вопреки нашим прогнозам, тарифы на импорт из Канады и Мексики, всё-таки, были объявлены и должны были вступить в силу с 4 февраля. Однако, уже через два дня была предоставлена односторонняя отсрочка и тарифы вступили в силу 4 марта. Затем, после серии телефонных разговоров с лидерами Канады и Мексики, Трамп вновь объявил об очередном переносе тарифов на все товары, попадающие под соглашение USMCA, до 2 апреля – даты объявления взаимных тарифов на все страны. При этом, в период этой отсрочки, США ввели 25% тарифы на импорт стали и алюминия, являющихся ключевыми материалами, используемыми в производстве автомобилей, а 27 марта было объявлено о введении схожих тарифов на автомобильную индустрию, вступающих в силу с 3 апреля. Наконец, 2 апреля были анонсированы широкие взаимные тарифы на всех торговых партнёров США, которые спустя неделю были также отложены на 90 дней для всех стран, кроме Китая, а вместо них вступила в силу фиксированная базовая ставка в 10%. Однако, как было уточнено позже, они не окажут влияния на автомобильную индустрию или другие отрасли, подверженные индивидуальным секторальным тарифам.

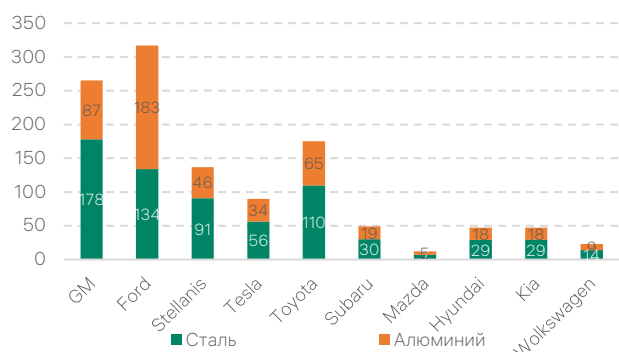
Что касается пошлин на автомобильную промышленность, то новый пакет тарифов оказался значительно более масштабным по географическому охвату: под него попадают автомобили и запчасти из всех стран, а не только из Канады и Мексики. Такой подход частично сыграл в пользу американских автопроизводителей, предоставив им возможность хотя бы частично переложить возросшие издержки на конечного потребителя. В альтернативном сценарии, при котором тарифы касались бы только Канады и Мексики, компании из «большой тройки» – активно использующие производственные мощности в этих странах благодаря соглашению USMCA – оказались бы в заведомо более уязвимом положении по сравнению с европейскими и азиатскими конкурентами. Это связано с тем, что автомобили, произведённые за пределами Северной Америки, в таком случае, пошлинами бы не облагались (об этом, например, заявлял CEO Ford Джим Фарли во время интервью на Bloomberg Television 5

февраля). Это могло бы означать, что американские производители, равно как и отдельные иностранные автоконцерны с существенными производственными мощностями в Канаде и Мексике (например, Volkswagen и Nissan), были бы вынуждены либо взять рост себестоимости на себя, что снизило бы их рентабельность, либо повысить цены и рисковать потерей доли рынка.

Относительно позитивным фактором для американских компаний стало также то, что в рамках новой тарифной политики допускается вычет стоимости автозапчастей, произведённых в США, из общей таможенной базы при расчёте пошлин на импортируемые автомобили, ранее попадающие под соглашение USMCA. Более того, тарифы также не будут распространяться на автозапчасти из Канады и Мексики, соответствующие условиям USMCA, используемые при сборке автомобилей на территории США. Однако такая мера является временной, и мы можем увидеть тарифы на эти компоненты в будущем, хотя приложение к соответствующему указу президента, на данный момент, не указывает дату их введения. В свою очередь, все автозапчасти, не попадающие под соглашение USMCA, будут также облагаться 25% тарифом, но с 3 мая (т.е. через месяц после начала действия тарифов на собранные автомобили). В то же время, все собранные автомобили, импортируемые в США, начали облагаться 25% тарифом уже с 3 апреля.

General Motors продолжает оставаться одной из наиболее уязвимых компаний в условиях тарифного давления на импорт готовых автомобилей. Более того, расширение перечня стран, подпадающих под действие тарифов, за пределы США и Канады (на долю которых, по различным оценкам, приходится от 30% до 40% всех автомобилей, продаваемых в США), лишь усиливает негативный эффект. Особенно уязвимой остаётся доля импорта из Южной Кореи, на которую приходится около 16% автомобилей GM, реализуемых на американском рынке – в частности, таких моделей, как Chevrolet Trax, Chevrolet Trailblazer, Buick Encore GX и Buick Envista. По разным оценкам инвестиционных домов, в условиях отсутствия изменений в цепочках поставок компании, новые тарифы могли снизить её операционную прибыль в 2025 году на \$10-\$15 млрд, что эквивалентно практически всей её операционной прибыли (adjusted EBIT) за 2024 год (\$14.9 млрд) или изначальному прогнозу менеджмента на 2025 год в \$14.7 млрд (данный прогноз не включал в себя потенциальное влияние тарифов). Также не стоит забывать и об общем сокращении спроса на новые автомобили со стороны потребителей, если автопроизводители, всё-таки, начнут перекладывать возросшую стоимость производства на конечного покупателя. В упомянутой ранее статье о тарифах на Канаду и Мексику мы уже отмечали, что введение тарифов только на эти страны, могло увеличить себестоимость одного автомобиля как

Рисунок 5. Потенциальное влияние тарифов на сталь и алюминий на себестоимость автопроизводителей, \$ млн



Источник: Nomura, Ward's auto, Marklines, Bloomberg, данные компаний

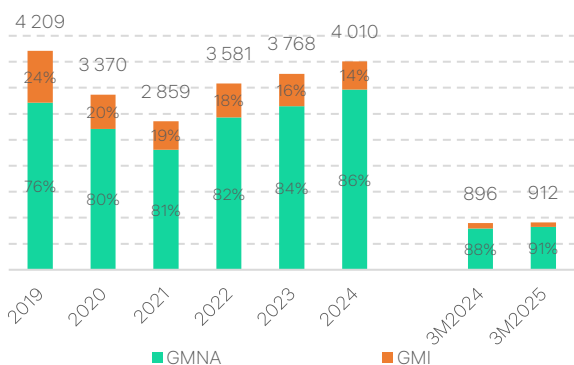
минимум на \$3 500 (согласно расчётам Nomura и Bloomberg). Принимая во внимание новый пакет тарифов, Goldman Sachs, например, прогнозировали, что в 2026 году стоимость производства автомобилей, собираемых в США, возрастёт на \$3 000–\$5 000, а за пределами страны – на \$3 000–\$7 000. С учётом предполагаемого банком соотношения «домашних» и импортированных автомобилей (62/38), это подразумевало среднее увеличение стоимости одного автомобиля на \$4 379. В свою очередь, обновлённый расчёт Nomura показал увеличение стоимости автомобиля GM в 2025 году на \$4 850. Эти показатели эквивалентны 11%–12% от средней себестоимости автомобилей, продаваемых в Северной Америке в 2024 году.

Однако, Дональд Трамп довольно быстро осознал ограниченную практичность своих инициатив и потенциальный ущерб, который они могут нанести американским компаниям, особенно с учётом крайне сжатых сроков, в которые бизнесу приходится адаптироваться к изменениям в торговом законодательстве. 29 апреля он подписал новый исполнительный указ, предоставляющий некоторые послабления в отношении отдельных тарифов на автомобильный сектор. Ключевыми изменениями стали: 1) отмена эффекта «наслоения тарифов», в рамках которого отменяется действие тарифов на сталь, алюминий, а также дополнительных сборов, связанных с фентанилом, для автомобилей и автокомпонентов, импортируемых из Канады и Мексики, при условии, что они уже облагаются 25% тарифом на импорт автомобилей; 2) для автомобилей, произведённых в США, может применяться компенсация импортных тарифов на используемые компоненты в размере до 3.75% от совокупной рекомендованной розничной цены (MSRP) в период с 3 апреля 2025 года по 30 апреля 2026 года и до 2.5% – в период с 1 мая 2026 года по 30 апреля 2027 года. И хотя объявленные послабления не являются достаточно масштабными, чтобы нивелировать весь финансовый ущерб для GM, они ставят компанию в лучшее положение чем то, в котором она оказывалась бы при сохранении тарифов в их изначальном виде. Во-первых, по подсчётам аналитиков из Nomura, освобождение от тарифов на сталь и алюминий позволит избежать компании дополнительных издержек, связанных с ростом себестоимости автомобилей, на \$265 млн (предполагая схожие объёмы производства в 2024 и 2025 гг. и 10% рост спотовых цен на оба металла). Во-вторых, как считают в JPMorgan, возможность компенсировать пошлины на импортированные компоненты для автомобилей, собираемых в США, может полностью нивелировать влияние тарифов на автозапчасти для GM и сократить совокупный эффект от тарифов до \$8.2 млрд (против предыдущего прогноза в \$10.5 млрд). В свою очередь, вместе с презентацией обновлённого прогноза на 2025 год, компания оценила совокупное

анализированное влияние тарифов в \$5.3-6.7 млрд (из которых \$4.0-5.0 млрд придётся на 2025 год).

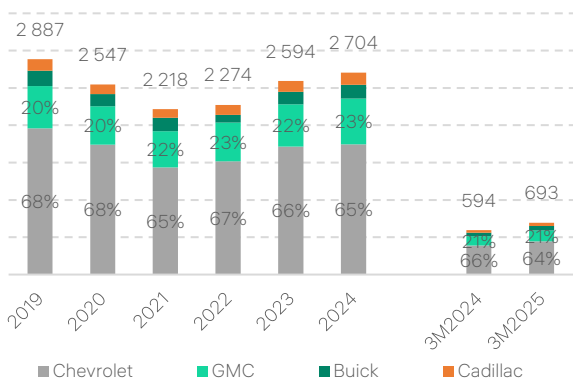
Как видно из расчётов выше, даже с учётом предоставленных послаблений, такой расклад всё ещё рисует довольно печальную картину для компании. Однако, не стоит забывать о том, что эти результаты не включают возможных ответных действий со стороны General Motors, таких как частичный перенос производства в США (хотя это и чревато возросшими затратами на заработную плату) или оптимизация цепочек поставок, в частности относительно автозапчастей. Например, в начале апреля компания объявила о наращивании производства пикапов на заводе в Форт Уэйне, штат Индиана. Такой шаг создаст до 250 новых рабочих мест, увеличит объём собираемых автомобилей на данном предприятии на 50 тыс. единиц и поможет сократить расходы, связанные с тарифами, ещё на 30%. Также стоит отметить недавнее торговое соглашение между США и Великобританией, в рамках которого было объявлено, что ежегодная квота на импорт 100 000 автомобилей из Великобритании в США будет облагаться базовой тарифной ставкой в размере 10% вместо секторальных пошлин, в то время как все автомобили сверх квоты продолжают облагаться секторальными тарифами в 25%. По мнению аналитиков Nomura, данное соглашение может послужить моделью для аналогичных сделок с другими странами, в частности с Японией и Южной Кореей. Потенциальное соглашение с Кореей может иметь особенно важное значение для GM, поскольку руководство компании оценило, что тарифные обязательства по импорту автомобилей из Южной Кореи могут достигнуть \$2 млрд в 2025 году, что составляет порядка 40–50% от общего объёма всех тарифных выплат GM в этом году. Если предположить, что все произведённые автомобили GM в Корее будут привезены в США в рамках предоставленных квот, то размер выплат по пошлинам для данных автомобилей снизится с \$2 млрд до \$0.8 млрд. Наконец, стоит отметить и некоторые компенсирующие меры, предложенные администрацией в поддержку автопроизводителей. Так, Дональд Трамп неоднократно выражал намерение предоставить покупателям автомобилей, произведённых в США, право на налоговый вычет по процентам по автокредитам, оформленным для их приобретения. По оценкам JPMorgan, такая мера может сократить ежегодные расходы покупателей на \$612 при налоговой ставке 20%. По мнению аналитиков, это даст автопроизводителям возможность повысить цены на автомобили, произведённые в США, примерно на \$3 000 без потери конкурентоспособности по отношению к импортным автомобилям, стоимость которых останется на прежнем уровне. Таким образом, можно предположить, что итоговое влияние тарифов на операционную прибыль компании будет даже меньше, чем предполагается в довольно оптимистичном сценарии GM, в особенности

Рисунок 6. Динамика объёма продаж оптовых автомобилей General Motors, тыс.



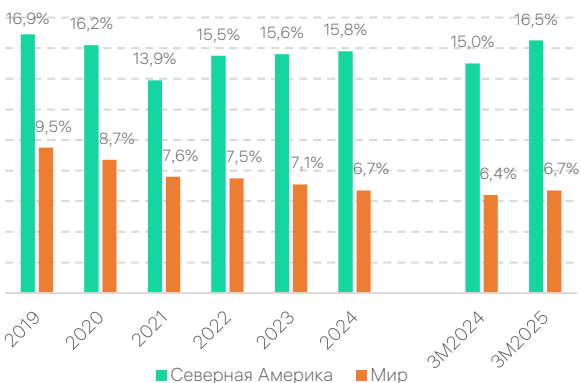
Источник: данные компании

Рисунок 7. Динамика продаж дилерами в США в разбивке брендов компании, тыс.



Источник: данные компании

Рисунок 8. Доля рынка компании в Северной Америке и в мире (продажи дилеров), %



Источник: данные компании

если мы увидим дальнейшие послабления пошлин в рамках индивидуальных сделок с другими странами, как это произошло с Великобританией.

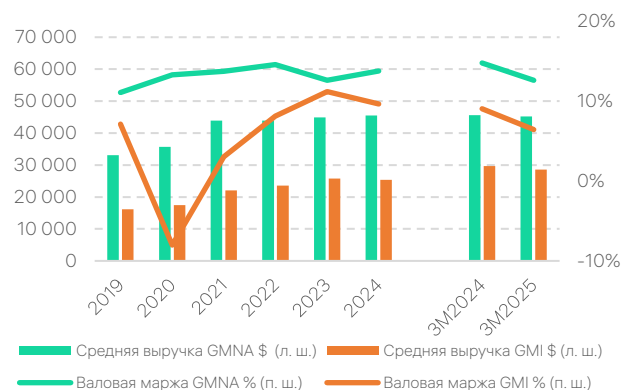
Позитивная динамика выручки, высокая рентабельность и объёмные денежные потоки автомобильного бизнеса, поддерживают нашу уверенность в финансовой устойчивости GM перед угрозой тарифов

В 1 квартале 2025 года выручка GM составила \$44.0 млрд (+2.3% г/г), из которых \$39.9 млрд (91%) пришлось на автомобильный бизнес. Выручка сегмента GMNA достигла \$37.4 млрд (+3.6% г/г), чему способствовал рост оптовых поставок автодилерам до 827 тыс. единиц (+4.4% г/г). В свою очередь, продажи автомобилей дилерами² в регионе составили 819 тыс., включая 693 тыс. в США. Рыночная доля GM в Северной Америке выросла до 16.5% (+150 бп по сравнению с 1кв2024 г. и +70 бп по сравнению с 2024 годом в целом), а в США – до 17.2% (+180 бп и +70 бп соответственно), укрепляя лидерские позиции компании по количеству проданных автомобилей в обоих регионах. Однако, стоит отметить, что такой рост доли рынка является восстановительным, после значительного снижения в 2021 году и итоговые значения как для Северной Америки в целом, так и для США в частности, всё ещё уступают допандемийным уровням в 16.9% и 17.5% соответственно. В свою очередь, оптовые продажи GMI продемонстрировали снижение в 18.3% г/г до отметки в 85 тыс. Компания не раскрывает подробную географическую сегментацию оптовых продаж своего международного сегмента, однако на основе данных о продажах дилеров, можно увидеть, что объёмы проданных автомобилей снизились в Азии и Океании, Африке и Ближнем Востоке (за вычетом Китая³) (-2%). С другой стороны, продажи дилеров в Южной Америке продемонстрировали небольшой рост в 1% г/г до 85 тыс. единиц. Однако, в целом, в регионе наблюдается сокращение спроса на автомобили компании, так как по результатам полного 2024 года продажи дилерами автомобилей GM в Южноамериканских странах снизились на 7.0%. Совокупная доля компании на мировом рынке составила 6.7%, что выше 6.4% в аналогичном периоде прошлого года, но ниже значений 2023 года, когда доля компании на мировом рынке составляла 7.1%. Однако, как можно увидеть из пропорций выручки от двух сегментов, доля международного бизнеса для компании незначительна. В связи с этим, мы не видим причин для значительных

² Выручка компании признаётся на основе оптовых продаж автодилерам. Продажи дилеров отражают реализацию автомобилей конечным потребителям (физическим и бизнес-покупателям). Данные продажи не отражаются в финансовых показателях компании, однако мы включаем данную метрику в анализ, потому что (как отмечает компания в своём годовом отчёте) она является отражением общего спроса на продукцию компании и может являться индикатором будущего спроса на оптовые продажи.

³ Доля владения GM в совместных предприятиях в Китае варьируется в диапазоне от 25% до 50%. Компания не консолидирует результаты этих предприятий в своей отчётности, а классифицирует свою долю владения в них как «Доля в чистых активах неконсолидированных аффилированных компаний». В связи с этим, выручка GM не включает выручку от продаж данных предприятий.

Рисунок 9. Динамика средней выручки на один автомобиль и валовая маржа автомобильного бизнеса



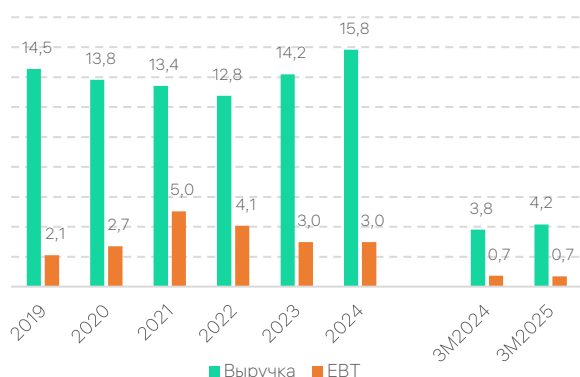
Источник: данные компании

опасений по поводу дальнейших перспектив выручки GM в условиях укрепляющихся позиций в Северной Америке.

Выручка на один проданный автомобиль (включающая выручку от продажи автомобилей, запчастей, аксессуаров и услуг) осталась относительно стабильной г/г на уровне \$43.7 тыс. Относительно неизменный уровень данного показателя был зафиксирован на фоне значительного роста в 2024 году, когда средняя выручка на 1 автомобиль выросла на 3.2% г/г. Однако, при рассмотрении ценовой политики компании стоит отметить существенный рост данного показателя с начала пандемии. Для корректного анализа мы сфокусируемся на годовых данных, поскольку показатели первого квартала традиционно завышены из-за сезонности. Так, например, выручка на один автомобиль в 1 кв. 2024 года (\$43.7 тыс.) была на 2.3% выше итогового значения за весь 2024 год, которое составило \$42.7 тыс. Для сравнения, выручка на 1 автомобиль за весь 2019 год составляла \$29.1 тыс., что означает рост на 46.8% за пятилетний период. В разбивке сегментов, у GMNA данный показатель в 2024 году составлял \$45.5 тыс., что является ростом на 37.4% по сравнению с 2019 годом (\$33.0 тыс.). В 1 квартале 2025 года выручка на 1 автомобиль сложилась на уровне в \$45.2 тыс., что на 0.8% меньше, чем за аналогичный период прошлого года. Несмотря на небольшое снижение цен, руководство GM довольно положительно оценило складывающуюся рыночную конъюнктуру в данном регионе. Прогноз компании в начале года предполагал снижение цен на автомобили в данном регионе на 1.0%-1.5% г/г, в то время как в настоящий момент руководство ожидает их рост на 0.5%-1.0% г/г. В международном сегменте данный показатель в 2024 году составил \$25.4 тыс., что на 57% выше препандемийных уровней в \$16.1 тыс. В 1 квартале 2025 года выручка на 1 автомобиль GMI составила \$28.5 тыс. (-3.7% г/г).

Рост цен после пандемии являлся не просто следствием инфляции и растущей стоимости производства, так как параллельно наблюдается и рост валовой маржи автомобильного бизнеса. В 2024 году она составила 13.4%, что является улучшением в 90 бп по сравнению с 2023 годом (12.5%) и в 280 бп по сравнению с 2019 годом. Как и в случае с продажами, основным драйвером роста является североамериканский сегмент, валовая маржа которого составила 13.8% (+270 бп по сравнению с 2019 годом). Маржа международного сегмента была несколько ниже, чем в Северной Америке, и составляла 9.6%, что подразумевает прирост в 250 бп по сравнению с 2019 годом. С другой стороны, в 1 квартале 2025 года валовая маржа автомобильного бизнеса составила 12.2%, что на 210 бп ниже, чем в аналогичном периоде прошлого года. Снижение маржинальности относительно прошлого года наблюдалось в обоих сегментах компании: у GMNA данный показатель сократился до 12.6% (-220 бп г/г), а у GMI – до 6.4% (-270 бп г/г). Основными причинами сокращения

Рисунок 10. Выручка и прибыль до налогообложения (EBT) GM Financial, \$ млрд



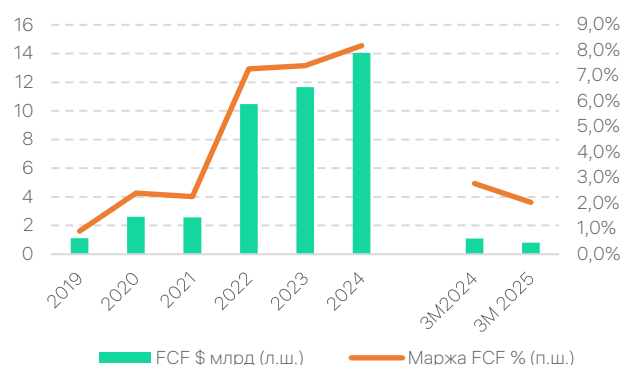
Источник: данные компании

маржинальности стали рост себестоимости автомобилей в условиях относительно стабильной выручки на 1 автомобиль, а также временное снижение оптовых продаж пикапов (являющихся одним из наиболее высокомаржинальных продуктов компании) из-за сокращения производства на фоне запланированных работ по модернизации фабрик. Операционная прибыль (adjusted EBIT) автомобильного бизнеса в 1 квартале 2025 года составила \$3.1 млрд, сократившись на 13.9% г/г. Таким образом, его операционная маржа составила 7.72% (-140 бп г/г).

В свою очередь, финансовый сегмент компании в первом квартале 2025 года сгенерировал выручку в \$4.2 млрд, что отражает впечатляющий рост в 9.4% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Финансовый бизнес компании продолжает восстанавливаться после значительного падения выручки в период пандемии в 2020–2022 гг. 2024 год стал первым, когда выручка подразделения превзошла уровни 2019 года и динамика первого квартала 2025 года задаёт темп на дальнейшее продолжение роста. Операционная прибыль (adjusted EBT) сегмента составила \$685 млн (маржа 16.5%), что несколько ниже значений 1 квартала предыдущего года в \$737 млн (маржа 19.4%). Однако, оба показателя ниже пиковых значений операционной эффективности компании в 2021–2022 гг., которые были достигнуты несмотря на общее сокращение выручки. В частности, операционная прибыль GM Financial в данный период составляла \$4.1–\$5.0 млрд при маржинальности в 31.9%–37.5% (для сравнения, в 2024 году данный показатель составил \$3.0 млрд при марже в 18.7%). Высокая прибыльность финансовой дочки GM была связана с высоким чистым доходом от лизинга (из-за меньшей амортизации лизинговых активов), более низкими процентными расходами по долгу и снижением провизий под кредитные убытки. Тем не менее, несмотря на снижение в последние годы, текущий уровень маржинальности финансового сегмента продолжает оставаться выше препандемийных значений в 14.5%.

Чистая прибыль GM за 1 квартал 2025 года составила \$2.8 млрд (маржа в 6.3%), что является небольшим снижением по сравнению с аналогичным периодом прошлого года (\$3.0 млрд при марже в 6.9%). Сокращение маржи чистой прибыли на 60 бп значительно ниже, чем указанное выше сокращение операционной маржи двух основных направлений бизнеса компании – автомобильного и финансового. Это связано с двумя ключевыми причинами. Во-первых, компании удалось сократить расходы сегмента Cruise, в связи с чем его операционный убыток составил -\$273 млн в сравнении с -\$442 млн в 1 квартале 2024 года. Во-вторых, совместные предприятия компании в Китае вновь вернулись к прибыльности. В 2024 году компания начала процесс реструктуризации китайского бизнеса

Рисунок 11. Свободный денежный поток автомобильного бизнеса



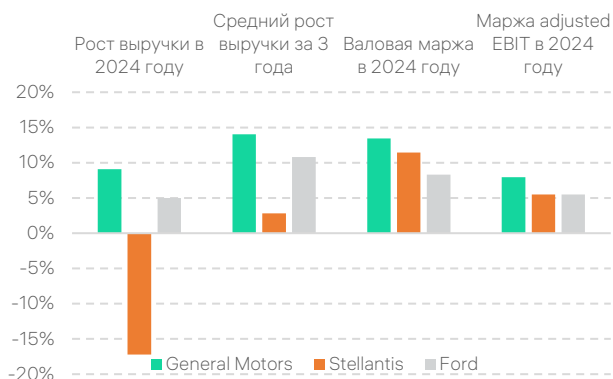
Источник: данные компании, расчёты Halyk Finance

после нескольких лет падающих продаж на фоне усиливающейся конкуренции со стороны местных автопроизводителей, в связи с чем компания признала совокупные убытки в \$4.4 млрд за 2024 год. В 2025 году выручка совместных предприятий в Китае вновь вернулась к росту, составив \$5.1 млрд за первые 3 месяца в сравнении с \$4.1 млрд за аналогичный период прошлого года (+23% г/г), а его чистая прибыль составила \$70 млн (против убытка в \$228 млн в 1кв2024 г.). Таким образом, GM в своей отчётности признали доход от доли в прибыли неконсолидированных аффилированных компаний в Китае на \$45 млн (в сравнении с убытком в \$106 млн в 1кв2024 г.).

Операционный денежный поток (OCF) за 1 квартал 2025 года составил \$6.1 млрд (в сравнении с \$3.2 млрд в 1кв2024 г.). В то же время, скорректированный OCF автомобильного бизнеса (за вычетом единоразовых расходов на реструктуризацию) составил \$2.6 млрд, сократившись на 31.4% по сравнению с 1кв2024 г. (\$3.8 млрд). При этом, компания значительно сократила свои капитальные затраты г/г с \$2.8 млрд (\$2.7 млрд пришлось на автомобильный бизнес) в 1 кв 2024 г. до \$1.8 млрд (на уровне компании и автомобильного бизнеса) в 1кв2025 г., в связи с чем свободный денежный поток (FCF) на уровне компании составил \$4.2 млрд (против \$369 млн в 1кв2024 г.), а на уровне автомобильного бизнеса – 811 млн (в сравнении с \$1 090 млн в 1 кв2024 г.). Несмотря на смешанную квартальную динамику FCF автомобильного бизнеса компании, мы хотим выделить его устойчивый рост в ежегодном разрезе. Так, за весь 2024 год данный показатель составил \$14 млрд, что на 20.4% выше, чем в 2023 году, и более чем в 5 раз выше уровней 2019-2022 гг.

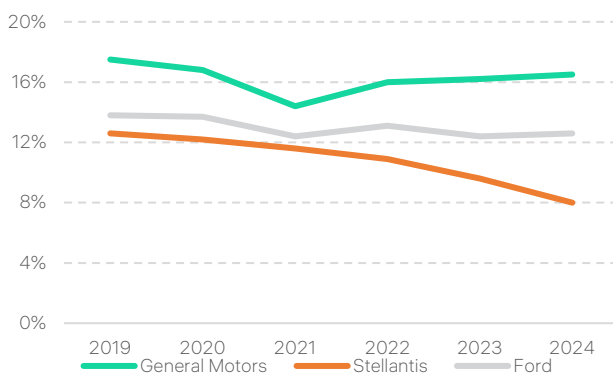
Консенсус-прогноз аналитиков (по данным Bloomberg) ожидает, что тарифы окажут негативное влияние на выручку GM и она несколько сократится до уровня в \$177-180 млрд в 2025-2026 гг. Однако, аналитики считают, что GM сможет сохранить свой adjusted EBIT выше отметки в \$10 млрд, достигнув уровня в \$10.5-10.6 млрд. На основе этого ожидается, что компания продолжит генерировать позитивный FCF, хотя он и сложится несколько ниже значений 2024 года (\$10 млрд), составив \$6.0-\$7.0 млрд. Ожидания аналитиков по операционной прибыли примерно соответствуют обновлённым прогнозам менеджмента компании, которые были озвучены во время презентации результатов за первый квартал текущего года. GM ожидают, что их операционная прибыль в 2025 году сложится в диапазоне \$10.0-12.5 млрд (против изначального прогноза в \$13.7-15.7 млрд). В то же время, ожидания менеджмента по денежным потокам компании являются несколько более оптимистичными. По их мнению, FCF автомобильного сегмента сложится на уровне в \$7.5-10 млрд (в сравнении с \$11.0-\$13.0 млрд, озвученными в начале 2025 года).

Рисунок 12. Основные операционные метрики представителей «большой тройки» автопроизводителей в США, %



Источник: данные компаний, расчёты Halyk Finance

Рисунок 13. Доля рынка продаж автомобилей дилерами в США, %

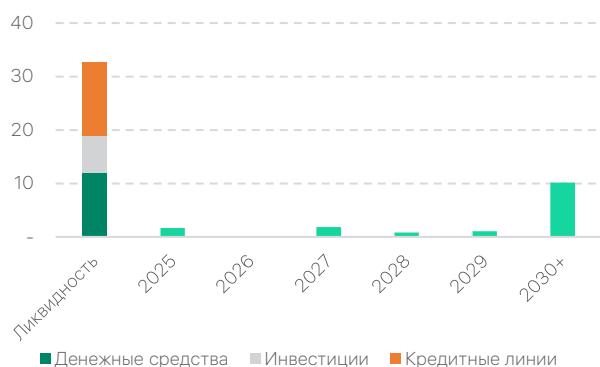


Источник: данные компаний

На основе этого, наш вывод из анализа операционных и финансовых показателей компании состоит в том, что они более чем в состоянии компенсировать значительную часть тарифной нагрузки и позволить компании продолжить генерировать позитивные денежные потоки для обслуживания долга. Мы также считаем нужным упомянуть, что текущая ситуация может положительно сказаться на финансовой дочке компании. Мы уже отмечали позитивное влияние тарифов на бизнес автомобильного кредитования в наших предыдущих работах. Организации в этом бизнесе выиграют от таких факторов как: 1) в целом возросший спрос на новые кредиты благодаря частичному перекладыванию производственных издержек на конечных покупателей новых автомобилей и возросшему спросу на поддержанные автомобили и 2) сокращение кредитных убытков за счёт возросшей стоимости автомобилей в залоговом обеспечении (благодаря росту стоимости новых и поддержанных автомобилей). Более того, если правительственная администрация действительно позволит покупателям получать налоговые вычеты по процентам на автокредиты, это также положительно скажется на общем спросе на автомобильное кредитование. Эти факторы могут привести к росту операционной прибыли GM Financial, что поможет частично компенсировать потери автомобильного бизнеса компании.

Наконец, мы хотим подчеркнуть, что операционные метрики General Motors выглядят значительно более привлекательно, чем у двух других представителей «большой тройки». – Ford и Stellantis. Во-первых, в последние несколько лет и в 2024 году, в частности, компания демонстрировала более внушительные темпы выручки, чем её конкуренты. Во-вторых, GM обладает более высокой рентабельностью бизнеса, как с точки зрения валовой, так и с точки зрения операционной маржи. В-третьих, компания имеет лидирующую долю рынка в своём основном регионе – США, в особенности в сегментах пикапов и SUVs. Это открывает перед ней ряд преимуществ. С одной стороны, сильные финансовые показатели и высокая операционная эффективность формируют буфер, позволяющий частично компенсировать издержки от введённых тарифов без потери конкурентоспособности – например, сохраняя маржинальность на уровне конкурентов даже при том, что часть расходов компания возьмёт на себя. С другой стороны, укрепляющееся лидерство на рынке, указывающее на высокую лояльность потребителей к бренду, снижает чувствительность спроса к росту цен. Это даёт GM дополнительное пространство для более агрессивного перекладывания расходов на покупателей, а также возможность расширить свою долю рынка, если конкуренты ответят пропорциональным ростом цен на свою продукцию. Все эти факторы усиливают нашу

Рисунок 14. Ликвидность и график погашения долга, \$ млрд



Источник: данные компании, расчёты Halyk Finance

уверенность в устойчивости позиций GM и делают компанию одним из наиболее привлекательных кандидатов на откуп облигаций автопроизводителей после недавней «распродажи» на рынке.

Сокращающийся валовой долг автомобильного бизнеса, отрицательный леверидж и поддержка со стороны доступных кредитных линий обеспечивают высокий уровень защиты интересов кредиторов, даже в условиях реализации худших сценариев по тарифам

Валовой долг GM на конец 1 квартала 2025 года составил \$132.7 млрд, увеличившись на 8.5% по сравнению с предыдущим годом. Большая его часть (88%) приходится на финансовую дочку компании, чей бизнес, как у финансовой организации, полагается на выдачу кредитов за счёт привлечённых долговых средств. В свою очередь, долг автомобильного бизнеса компании составляет \$15.6 млрд. В отличие от общего долга компании, автомобильный долг демонстрирует положительную динамику, сократившись на 4.2% по сравнению с 1кв2024 г. Помимо положительной динамики общего объёма долга, автомобильный бизнес компании выделяется внушительным балансом денежных средств и инвестиций на \$18.9 млрд (\$12.0 млрд денежных средств и \$6.9 млрд ценных бумаг). Это обеспечивает ему негативный чистый долг в размере -\$3.3 млрд. Леверидж автомобильного бизнеса (выраженный как соотношение чистого долга к EBITDA) составляет -0.2х. Леверидж GM в целом (с учётом долгов финансового сегмента) составляет 4.7х.

Помимо денежных средств и инвестиций, ликвидность автомобильного бизнеса подкрепляется доступными кредитными линиями на сумму в \$13.8 млрд. Финансовая дочка компании также имеет возможность привлекать денежные средства по кредитным линиям автомобильного бизнеса, хотя на конец 1 квартала 2025 года действующих займов по данным кредитным линиям от GM Financial не было. В совокупности, ликвидность автомобильного бизнеса GM на конец 1кв2025 г. составляла \$32.8 млрд, что более чем в два раза превышает имеющийся валовой долг. На фоне этого, график погашения долга в ближайшие 5 лет является более чем комфортным, так как, в сумме, он предполагает выплаты на \$5.5 млрд, из которых \$1.6 млрд приходится на оставшуюся часть 2025 года. Более того, автомобильный бизнес обладает более чем достаточным коэффициентом покрытия процентных расходов (выраженный как соотношение EBITDA к процентным расходам) в 31.5х. Причём, в 1 квартале 2025 года этот показатель продолжил демонстрировать положительную динамику, увеличившись с 23.4х в 1кв2024 года. Наконец, мы также хотим отметить, что в условиях тарифной неопределённости компания приняла решение о приостановке своей программы по выкупу акций, что позволит сократить денежные выплаты акционерам в 2025

году на \$4 млрд. Это также является положительным фактором для кредиторов компании.

Принимая во внимание улучшающиеся кредитные метрики, негативный левверидж и значительную страховку со стороны кредитных линий, мы выражаем уверенность в способности компании комфортно обслуживать долг в течение срока нашей рекомендации и считаем, что кредитные показатели останутся более чем достаточными для удовлетворения выплат по долгу компании даже если реорганизация производства и цепочек поставок, а также возросшая себестоимость, окажут давление на операционные результаты в 2025-2026 гг.

Рейтинговые агентства о General Motors Company.

Moody's

Рейтинг Baa2 (прогноз «стабильный»). Кредитный рейтинг GM поддерживается сильным и конкурентоспособным продуктовым портфелем и эффективной структурой затрат в Северной Америке, взвешенным подходом к распределению капитала и высокой ликвидностью. Агентство также подчёркивает лидирующие позиции компании в сегменте электромобилей, в сравнении с другими представителями «большой тройки». С другой стороны, Moody's расценивают рентабельность компании как сдержанную, в особенности за пределами США, а также отмечают риск негативного влияния значительных затрат на переход к производству электромобилей на прибыльность и ликвидность компании.

S&P Global

Рейтинг BBB (прогноз «стабильный»). S&P отмечает прочные позиции компании на её ключевом рынке – Северной Америке, где маржа EBITDA продолжает находиться выше среднеотраслевого уровня благодаря прибыльному портфелю пикапов и кроссоверов. S&P отметили, что GM удалось сохранить высокую рентабельность даже в период высоких цен на сырьё и перебоев в поставках 2020-2021 гг. По мнению агентства, прибыльность компании была поддержана эффективным управлением ассортиментом, инициативами по снижению затрат и дивидендами от совместных предприятий в Китае. Агентство также отметило высокую ликвидность компании, которая сможет поддержать её инициативы по инвестициям в электрификацию и автономные технологии. Однако, по мнению S&P, процесс электрификации будет оказывать негативное давление на рентабельность компании в ближайшие несколько лет. Несмотря на это, агентство положительно смотрит на планы компании по концентрации цепочки поставок для батарей в Северной Америке, так как это поможет сократить риски её нарушения в будущем.

Fitch

Рейтинг BBB (прогноз «позитивный»). В октябре 2024 года Fitch подтвердили кредитный рейтинг GM на уровне BBB и повысили прогноз до позитивного. В качестве основного позитивного фактора, выступающего в поддержку рейтинга, агентство выделяет стратегию упрощения продуктовой линейки и оптимизации производственных процессов компании, которая способствовала значительному улучшению операционной маржи компании в предыдущие несколько лет. Fitch также ожидали сокращения фиксированных расходов компании на \$2 млрд к концу 2024 года, что привело к повышению прогноза агентства по скорректированной операционной марже компании на 200 бп до 6.0%-6.5% в ближайшие годы. Это, по мнению Fitch, будет способствовать стабильным денежным потокам, которые будут дополнительно поддержаны умеренным уровнем дивидендных выплат и денежными поступлениями от GM Financial. Агентство также отметило низкий уровень левериджа компании и прочную позицию в сегменте электромобилей, несмотря на корректировку темпов наращивания производства на фоне более мягкого спроса. С другой стороны, агентство обращает внимание на высокую концентрацию бизнеса на Северной Америке, слабое присутствие в Западной Европе и возможность ухудшения маржинальности бизнеса в среднесрочной перспективе на фоне инвестиций в электрификацию продуктовой линейки.

Риски

- Агрессивная политика выплат дивидендов и выкупа акций, в том числе финансируемая за счёт долга;
- Слишком значительный рост себестоимости автомобилей из-за переноса производства в США, приводящий к сокращению валовой маржи или падению спроса из-за роста цен на автомобили;
- Общее замедление экономики США из-за введенных Дональдом Трампом пошлин на импорт может привести к значительному падению спроса на автомобили.

Основные финансовые и операционные результаты General Motors Company

\$млн	2020	2021	2022	2023	2024	3М2024	3М2025
Выручка	122 485	127 004	156 735	171 842	187 442	43 014	44 020
Рост выручки, (г/г)	-10.7%	3.7%	23.4%	9.6%	9.1%	7.6%	2.3%
Выручка автомобильного бизнеса	108 673	113 590	143 975	157 658	171 606	39 212	39 861
Рост выручки автомобильного сегмента, (г/г)	-11.4%	4.5%	26.7%	9.5%	8.8%	7.0%	1.7%
EBITDA (скорректированная) ^{1,2}	15 347	20 270	20 925	19 341	22 479	5 426	5 221
Маржа EBITDA, %	12.5%	16.0%	13.4%	11.3%	12.0%	12.6%	11.9%
EBITDA автомобильного бизнеса (скорректированная) ¹	13 283	16 316	18 621	18 824	20 219	5 116	4 794
Маржа EBITDA автомобильного бизнеса, %	12.2%	14.4%	12.9%	11.9%	11.8%	13.0%	12.0%
Процентные расходы автомобильного бизнеса	(1 098)	(950)	(987)	(911)	(846)	(219)	(152)
Чистая прибыль	6 427	10 019	9 934	10 127	6 008	2 980	2 784
Маржа чистой прибыли, %	5.2%	7.9%	6.3%	5.9%	3.2%	6.9%	6.3%
Операционный денежный поток (OCF)	16 670	15 188	16 043	20 930	20 129	3 152	6 061
Капитальные затраты	(5 300)	(7 509)	(9 238)	(10 970)	(10 830)	(2 783)	(1 816)
Свободный денежный поток (FCF)	11 370	7 679	6 805	9 960	9 299	369	4 245
Маржа FCF, %	9.3%	6.0%	4.3%	5.8%	5.0%	0.9%	9.6%
OCF автомобильного бизнеса (скорректированный) ¹	7 861	9 953	19 473	22 351	24 755	3 818	2 620
Капитальные затраты автомобильного бизнеса	(5 251)	(7 389)	(9 007)	(10 685)	(10 711)	(2 728)	(1 809)
FCF автомобильного бизнеса (скорректированный) ¹	2 610	2 564	10 466	11 666	14 044	1 090	811
Маржа FCF автомобильного бизнеса, %	2.4%	2.3%	7.3%	7.4%	8.2%	2.8%	2.0%
Дивиденды и выкуп акций	(759)	(186)	(2 897)	(11 712)	(7 717)	(478)	(2 187)
Рост объёма дивидендов и выкупа акций, %	-67.7%	-75.5%	1457.5%	304.3%	-34.1%	-13.7%	357.5%

Операционные показатели

Общее количество проданных автомобилей, тыс.	3 370	2 859	3 581	3 768	4 010	896	912
Рост продаж, (г/г)	-19.9%	-15.2%	25.3%	5.2%	6.4%	3.7%	1.8%
Средняя выручка на один автомобиль, \$	32 143	39 694	40 156	41 770	42 743	43 729	43 657
Рост средней выручки, (г/г)	10.5%	23.5%	1.2%	4.0%	2.3%	3.2%	-0.2%
Количество проданных автомобилей в Северной Америке, тыс.	2 707	2 308	2 927	3 148	3 464	792	827
Рост продаж в Северной Америке, (г/г)	-15.8%	-14.7%	26.8%	7.6%	10.0%	9.5%	4.4%
Средняя выручка на один автомобиль в Северной Америке, \$	35 736	43 897	43 861	44 930	45 477	45 580	45 209
Рост средней выручки в Северной Америке, (г/г)	8.0%	22.8%	-0.1%	2.4%	1.2%	0.2%	-0.8%
Доля продаж в Северной Америке от общего объёма продаж	80.3%	80.7%	81.7%	83.5%	86.4%	88.4%	90.7%
Доля рынка в мире	8.7%	7.6%	7.5%	7.1%	6.7%	6.4%	6.7%
Доля рынка в Северной Америке	16.2%	13.9%	15.5%	15.6%	15.8%	15.0%	16.5%
Доля рынка в США	16.8%	14.4%	16.0%	16.2%	16.5%	15.4%	17.2%

Долговая нагрузка

Валовой долг General Motors Company	109 894	109 379	114 699	121 741	129 732	122 237	132 678
Рост валового долга GM, (г/г)	6.4%	-0.5%	4.9%	6.1%	6.6%	6.8%	8.5%
Денежные средства и инвестиции GM	29 038	28 676	31 303	26 466	27 137	25 480	27 489
Чистый долг GM	80 856	80 703	83 396	95 275	102 595	96 757	105 189
Рост чистого долга GM, (г/г)	-1.0%	0.2%	-3.3%	-14.2%	-7.7%	-12.2%	-8.7%
Валовой долг автомобильного бизнеса	17 469	16 818	17 844	16 413	15 468	16 327	15 640
Рост валового долга автомобильного бизнеса, (г/г)	21.4%	-3.7%	6.1%	-8.0%	-5.8%	-0.2%	-4.2%
Денежные средства и инвестиции автомобильного бизнеса	22 271	21 617	24 389	19 841	21 735	19 739	18 940
Чистый долг автомобильного бизнеса	(4 802)	(4 799)	(6 545)	(3 428)	(6 267)	(3 412)	(3 300)
Рост чистого долга автомобильного бизнеса, (г/г)	-63.8%	0.1%	-36.4%	47.6%	-82.8%	32.2%	3.3%
Собственный капитал	45 030	59 744	67 792	64 286	63 072	66 598	64 372

Показатели долговой нагрузки General Motors в целом

EBITDA / процентные расходы ³ (x)	14.0	21.3	21.2	21.2	26.6	24.8	34.3
Валовой долг / EBITDA TTM (x)	7.2	5.4	5.5	6.3	5.8	6.3	6.0
Чистый долг / EBITDA TTM (x)	5.3	4.0	4.0	4.9	4.6	5.0	4.7

Показатели долговой нагрузки автомобильного бизнеса

EBITDA / процентные расходы (x)	12.1	17.2	18.9	20.7	23.9	23.4	31.5
Валовой долг / EBITDA TTM (x)	1.3	1.0	1.0	0.9	0.8	0.9	0.8
Чистый долг / EBITDA TTM (x)	(0.4)	(0.3)	(0.4)	(0.2)	(0.3)	(0.2)	(0.2)

График погашения долга и запас ликвидности

	2025	2026	2027	2028	2029	2030+
Погашение долга, \$млн	1 643	99	1 830	833	1 051	10 184
Запас ликвидности, \$млн	32 778					
Денежные средства и инвестиции, \$млн	18 940					
Кредитные линии, \$млн	13 838					

Источник: данные компании, расчеты Halyk Finance, Bloomberg, Capital IQ

¹ Без учёта расходов на реструктуризацию

² За вычетом финансовых расходов GM Financial

³ Только процентные расходы автомобильного бизнеса. Процентные расходы GM Financial вычтены в EBITDA

АО «Halyk Finance» (далее – HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом, отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи, инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».

© 2025 г., все права защищены.

Департамент торговых идей

E-mail

dti@halykfinance.kz

Департамент продаж

E-mail

sales@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
А05А1В9, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 339 43 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN

Refinitiv

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance