

Пульс рынка

- **Европейский рынок труда предлагает все меньше работы.** Опубликованные вчера макроданные по еврозоне подтвердили углубление рецессии, при этом негативные тенденции наблюдаются даже в экономике Германии. Значение индекса деловой активности за апрель в обрабатывающих отраслях (снизившееся до минимального за три года уровня 45,9) свидетельствует об ускорении сжатия сектора промышленного производства еврозоны, безработица в еврозоне выросла до исторического максимума -10,9%. Неожиданным моментом в опубликованных данных стал рост (вместо ожидавшегося снижения) числа безработных в Германии в апреле на 19 тыс. до 2,88 млн. На фоне столь негативной макростатистики лидерам еврозоны будет все сложнее продвигать идею выхода из кризиса посредством ужесточения бюджетной политики, которое в условиях сворачивания кредитования в европейской банковской системе является одним из основных факторов углубления экономической рецессии. При этом, как показывают макроданные, Германия не полностью защищена от проблем периферийных стран еврозоны. В этой связи интерес представляет запланированное на сегодня заседание ЕЦБ по поводу монетарной политики (ключевая ставка, скорее всего, останется без изменения), по итогам которого могут появиться намеки на дополнительные меры стимулирования экономики.
- **Несколько разочаровывающая статистика из США.** Согласно отчету по американскому рынку труда, в апреле уровень занятости в частном секторе вырос на 119 тыс., заметно ниже ожиданий (183 тыс.). Это контрастирует с данными за март, когда занятость увеличилась на 201 тыс. Тем не менее, в отличие от еврозоны экономика США продолжает восстанавливаться, что поддерживается, в том числе возможностью QE3, "припасенной на черный день". В ответ на статистику из Европы аппетит на рискованные активы заметно снизился: доходность 10-летних UST опустилась на 6 б.п. до УТМ 1,92%, индексы акций завершили день небольшим снижением. Поводов для роста, по-прежнему, не видно. Кроме того, не стоит забывать про "черного лебедя", который любит навещать рынки в мае.
- **Напряженность на денежном рынке сохраняется,** о чем свидетельствуют как объем задолженности по РЕПО с ЦБ РФ, который вчера снизился лишь незначительно - на 40 млрд руб. до 1,08 трлн руб., так и ставки междилерского о/п РЕПО на уровне 6,35% (-20 б.п.). На сегодняшнем аукционе о/п РЕПО банки привлекли у ЦБ РФ 500 млрд руб., что на 60 млрд руб. больше, чем вчера. Пока мы не ожидаем быстрого сокращения дефицита рублевой ликвидности в банковской системе, который будет удерживать ставки денежного рынка вблизи ставок по операциям рефинансирования в ближайшее время. Как следствие, спрос на рублевые облигации (прежде всего, на первичном рынке) будет оставаться низким.
- **НПК не грозит снижение рейтинга в ответ на покупку МИТ.** Агентство Moody's, как мы и ожидали, не стало пересматривать кредитный рейтинг Globaltrans (-/Ba3/-) в связи объявленной им покупкой Металлоинвесттранса, оставив также позитивным прогноз по рейтингу. По мнению агентства, новость является нейтральной для Globaltrans, так как долговая нагрузка компании на конец 2012 г. не превысит Долг/EBITDA 2,0x. Новость является позитивной для НПК БО-1,2 (УТМ 9,5%) (рейтинг выпусков В1 от Moody's, прогноз «позитивный»), которые котируются с премией 35 б.п. к недавно размещенным НМТП БО-2 (УТМ 9,12%, исходя из цены 100,2% на форвардном рынке). С учетом разницы кредитных рейтингов (1 ступень) эта премия должна составлять, по нашему мнению, 25 б.п.

Темы выпуска

- ЛенСпецСМУ: средства Etalon улучшили кредитное качество
- Металлоинвест: готовится к выкупу доли у ВТБ
- Ленэнерго: передача электроэнергии по-прежнему убыточна
- Соллерс: кредитный рестайлинг

ЛенСпецСМУ: средства Etalon улучшили кредитное качество

Позитивное завершение года

ЛенСпецСМУ (S&P: B), крупная строительная компания на рынках жилой недвижимости Санкт-Петербурга, Москвы и Московской области, опубликовала результаты по МСФО за 2011 г., которые мы оцениваем умеренно позитивно. Выручка компании во 2П увеличилась на 56% п./п. до 11 млрд руб., опередив рост EBITDA, который составил 33% (до 3,2 млрд руб.). Долг в абсолютном выражении увеличился на 1,1 млрд руб. до 10,4 млрд руб., при этом в отношении к LTM EBITDA сократился с 2,13х до 1,88х.

Согласно отчетности материнской компании Etalon Group (ЛенСпецСМУ формирует ~80% выручки всей группы), во 2П группа ввела в эксплуатацию 204 тыс. кв. м, что на 60% превышает показатели 1П 2011 г. и на 36% выше, чем во 2П 2010 г.

Ключевые финансовые показатели ЛенСпецСМУ

в млн руб., если не указано иное	2П 2011	1П 2011	изм.	2П 2010	изм.	2011	2010	изм.
Выручка	11 064	7 081	+56%	9 151	+21%	18 144	17 709	+2%
Валовая прибыль	3 914	3 091	+27%	2 735	+43%	7 005	6 717	+4%
Валовая рентабельность	35,4%	43,6%	-8,2 п.п.	29,9%	+5,5 п.п.	38,6%	37,9%	+0,7 п.п.
EBITDA	3 236	2 429	+33%	2 019	+60%	5 665	5 687	0%
Рентабельность по EBITDA	29,3%	34,3%	-5 п.п.	22,1%	+7,2 п.п.	31,2%	32,1%	-0,9 п.п.
Чистая прибыль	2 011	1 922	+5%	1 239	+62%	3 933	3 778	+4%
Операционный поток до изменений оборотного капитала						5 481	5 565	-1%
Операционный поток						106	-1 245	-
Инвестиционный поток, в т.ч.						-1 750	-276	+6,3х
Капвложения						-401	-169	+2,4х
Финансовый поток						2 305	2 136	+8%
в млн руб., если не указано иное	31 дек. 2011			30 июня 2011				изм.
Совокупный долг, в т.ч.	10 391			9 244				+12%
Краткосрочный долг	1 938			1 654				+17%
Долгосрочный долг	8 452			7 591				+11%
Чистый долг	7 070			6 281				+13%
Чистый долг/EBITDA LTM*	1,25х			1,41х				-

*EBITDA за предшествующие соответствующей дате 12 месяцев
Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Во 2П увеличение продаж сопровождалось повышением цен

Поскольку поступление денежных средств от продажи квартир учитывается в выручке компании только после того, как подписано разрешение на ввод в эксплуатацию (что является типичным для девелопмента), мы сделали соответствующие поправки для устранения возникающего временного лага. По нашим оценкам, скорректированные поступления от продажи собственных квартир во 2П 2011 г. составили 10,9 млрд руб., что на 60% превышает показатель 1П 2011 г. Увеличение выручки произошло за счет роста продаж на 21% п./п. до 147 тыс. кв. м и средней цены реализации (+18,6% до 71,7 тыс. руб./кв. м), по данным Etalon Group.

Площадь новых объектов (Юбилейный Квартал в г. Санкт-Петербурге и Изумрудные холмы в г. Красногорск МО), строительство которых было начато в 4 кв. 2011 г., составляет 251 тыс. кв. м. Завершение строительства этих объектов планируется в 2012 г., а ожидаемая выручка от продаж - 566 млн долл. (~16,7 млрд руб.). В целом, согласно планам Etalon Group на 2012 г., группа завершит строительство 386 тыс. кв. м (+18% выше, чем в 2011 г.).

Снижение собственных площадей на балансе

Стоит отметить, что в 2011 г. произошло изменение в структуре запасов за счет увеличения незавершенного жилого строительства (на 1,3 млрд руб. до 10,7 млрд руб.) и снижения собственных квартир на балансе (на 400 млн руб. до 217 млн руб.), что, на наш взгляд, позитивно и может свидетельствовать об улучшении ситуации на рынке жилья.

**Относительно
высокий уровень
рентабельности**

Прибыльность компании остается на высоком уровне, в частности, рентабельность по EBITDA составила 31,2% (-0,9 п.п. к 2010 г.). Самообеспеченность собственными критически важными для строительства материалами (благодаря наличию в группе заводов по производству строительного и облицовочного кирпича и цемента) позволяет компании удерживать прибыльность на относительно высоком уровне. Давление на рентабельность оказал рост расходов на общие и административные цели (+26% до 1,3 млрд руб.), который заметно опередил повышение валовой прибыли (+4% до 7 млрд руб.).

**Операционный
доход почти весь
уходит в
оборотный
капитал и процентные
платежи**

Чистый операционный денежный поток (после уплаты налога на прибыль) вышел в небольшой плюс (106 млн руб.), при этом чистая прибыль за год составила 3,9 млрд руб. (+4% г./г.). Большая часть операционного потока была направлена на инвестиции в оборотный капитал, которые во 2П 2011 г. составили 1,8 млрд руб. (на уровне 1П 2011 г.). Эти инвестиции обусловлены, скорее всего, высокими темпами строительства в сравнении с продажами квартир. Стоит отметить, что поток от операционной деятельности до налогов на 172% покрывает чистые процентные платежи.

**Поступление средств
Etalon Group в
капитал улучшило
кредитное качество**

Капитальные затраты за год в сумме 401 млн руб. были профинансированы средствами от продажи ценных бумаг и финансовых активов. Средства, полученные во 2П 2011 г. от материнской Etalon Group в рамках увеличения уставного капитала (на 2,1 млрд руб.), а также привлеченный долг осели, преимущественно, на банковских депозитах (общим объемом 2,5 млрд руб.). В результате отношение Чистый долг/LTM EBITDA снизилось с 1,41х в 1П 2011 г. до 1,25х.

**Накопилась
значительная подушка
ликвидности**

Учитывая наличие значительной подушки ликвидности на балансе (денежные средства в сумме с краткосрочными инвестициями составили 7,5 млрд руб.), полностью покрывающей уровень краткосрочной задолженности (1,9 млрд руб.) потребность в рефинансировании ЛенСпецСМУ находится на низком уровне. Также компания располагает достаточным банком земельных участков для строительства, по крайней мере, до 2014 г. Потребность в заемных средствах, по нашему мнению, может возникнуть в случае более агрессивной экспансии, в частности, на московский рынок недвижимости.

**Евробонд
LenSpecSMU 15
недооценен**

Обращающиеся выпуски эмитента имеют низкую торговую ликвидность. Рублевые выпуски ЛенСпецСМУ-1 (YTM 9,55% @ июль 2012 г.) и БО-2 (YTM 10,1% @ май 2013 г.) представляются нам справедливо оцененными для нефинансовых бумаг качественных эмитентов второго эшелона. В сравнении с рублевыми выпусками недооцененными выглядят бонды LenSpecSMU 15, которые предлагают YTM 10,8%/9,3% @ ноябрь 2015 г., что соответствует рублевой доходности 16-17%. Кстати говоря, эффективная ставка по долговым обязательствам компании в 2011 г. (исходя из уплаченных процентов и средней за год величины долга) составила 11% годовых, что выше доходности обращающихся облигаций эмитента.

Металлоинвест: готовится к выкупу доли у ВТБ

Результаты оцениваем позитивно

Металлоинвест (-/Ba3/BВ-), один из крупнейших мировых производителей железной руды и ГБЖ (горячебрикетированное железо), опубликовал финансовые результаты за 2П 2011 г. и весь 2011 г. по МСФО, которые мы оцениваем позитивно. Несмотря на ухудшение конъюнктуры на мировом рынке стали во второй половине года, компания смогла повысить рентабельность (с 38,6% до 39,5%), а также снизить долговую нагрузку (Чистый долг/EBITDA) с 1,64х на середину года до 1,14х на конец 2011 г.

Ключевые финансовые показатели Металлоинвеста

В млн долл., если не указано иное	2П 2011	1П 2011*	изм.	2011	2010	изм.
Выручка	4 774	5 144	-7%	9 919	7 153	+39%
Валовая прибыль	2 623	2 810	-7%	5 433	3 563	+52%
Валовая рентабельность	54,9%	54,6%	+0,3 п.п.	54,8%	49,8%	+5 п.п.
EBITDA	1 886	1 987	-5%	3 873	2 588	+50%
Рентабельность по EBITDA	39,5%	38,6%	+0,9 п.п.	39,0%	36,2%	+2,8 п.п.
Чистая прибыль	445	987	-55%	1 432	1 199	+19%
Операционный поток	1 635	1 241	+32%	2 876	1 563	+84%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-517	-2 516	-4,9х	-3 033	-325	+9,3х
Капвложения	-242	-305	-21%	-547	-409	+34%
Финансовый поток	-218	1 524	-	1 306	-1 571	-
в млн долл., если не указано иное						
		31 дек. 2011		30 июня 2011		изм.
Совокупный долг, в т.ч.		5 598		6 165		-9%
Краткосрочный долг		1 117		1 678		-33%
Долгосрочный долг		4 481		4 487		0%
Чистый долг		4 432		5 759		-23%
Чистый долг/EBITDA LTM**		1,14х		1,64х		-

*по курсу ЦБ РФ

**EBITDA за предшествующие соответствующей дате 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Сокращение выручки во 2П из-за снижения мировых цен

Снижение выручки во 2П 2011 г. (-7% п./п.) было обусловлено негативной динамикой мировых цен на железную руду, а также металлопродукцию из-за сезонного спада активности и кризиса в Европе. Так, спотовые цены на руду в Китае резко упали во 2П на 33% до 120 долл./т, затем немного скорректировались - до 140-150 долл./т (-20% в итоге, относительно 1П 2011 г.). По прогнозам компании, цены на железную руду в 2012 г. останутся в среднем на уровне 150 долл./т.

Напомним также, что Металлоинвест дает достаточно осторожные прогнозы роста производства железной руды до 2016 г. - всего на 7% до 42,9 млн т (+9% г./г. в 2011 г.). При этом производство окатышей планируется увеличить на 22% до 27,4 млн т (за счет строительства и запуска новой фабрики окомкования мощностью 5 млн т), ГБЖ/ПВЖ - на 39% до 7,2 млн т (подписано соглашение на строительство нового завода ГБЖ мощностью 1,8 млн т).

Повышение рентабельности за счет роста доли горнодобывающего сегмента

Рентабельность по EBITDA во 2П 2011 г. повысилась на 0,9 п.п. до 39,5%, преимущественно, за счет увеличения доли продаж более высокомаржинального горнодобывающего сегмента. Поддержку рентабельности оказали поставки железной руды в Китай в связи с выгодными условиями транспортировки (была получена скидка на ж/д тариф в размере 24%). В 1 кв. 2012 г. компания, напротив, сократила поставки в Китай (доля в общем объеме отгрузок снизилась до 18,3% против 28,1% в 4 кв. 2011 г.) и увеличила более выгодные, по оценкам компании, на данный момент поставки по контрактам с НЛМК и ММК, а также в Европу. Также выросли продажи продукции с высокой добавленной стоимостью (окатыши, ГБЖ/ПВЖ).

Компания планирует сохранить рентабельность на уровне 40%

В ближайшие 2-3 года компания прогнозирует сохранение рентабельности по EBITDA на уровне 40%. Некоторое давление на этот показатель могут оказать планируемое повышение цен на газ и электричество.

На финансирование капвложений в 2011 г. компания направила 547 млн долл., что полностью покрывается операционными денежными потоками. Более существенные инвестиции в IП 2011 г. были направлены на покупку 4% доли в Норильском Никеле за 2,2 млрд долл. Сделка была профинансирована за счет привлечения предэкспортного синдицированного кредита на 3,1 млрд долл. В результате совокупный долг на середину года достигал 6,2 млрд долл. Во IIП компания реализовала 0,4% доли в НорНикеле за 255 млн долл. по программе обратного выкупа.

Будущие капвложения могут быть профинансированы из операционных потоков

Ключевыми инвестиционными проектами компании на ближайшие 3 года станут строительство фабрики окомкования №3 на Михайловском ГОКе и завода по выпуску ГБЖ на Лебединском ГОКе. Совокупные инвестиции в эти проекты оцениваются компанией на уровне 1,3 млрд долл. С учетом капвложений на поддержание существующих мощностей инвестиции в ближайшие 3 года составят 2,3 -2,4 млрд долл., или ~800 млн долл. в год и, на наш взгляд, могут быть полностью профинансированы из операционного потока компании.

Что касается разработки Удоканского месторождения меди, Металлоинвест не исключает выделения этого проекта в отдельную компанию, при этом затраты в ближайшие 2 года по нему, по оценкам менеджмента, незначительны.

Долговая нагрузка продолжает снижаться

На конец 2011 г. совокупный долг компании снизился до 5,6 млрд долл., из них 3,1 млрд долл. - предэкспортное финансирование, 750 млн долл. - евробонд Metalloinvest 16, остальное - кредиты Сбербанка и пр. График погашения долга комфортен - в среднем, 1 млрд долл. в год. Целевой диапазон компании по показателю Чистый долг/EBITDA: 1,0-2,0х.

Существенное аккумулирование ликвидности для выкупа доли ВТБ

Металлоинвест продолжает аккумулировать ликвидность. На конец 2011 г. накопленные денежные средства составили 1,17 млрд долл. В 2012 г., уже после отчетной даты, компания разместила 3 выпуска рублевых облигаций на 25 млрд руб. (~830 млн долл.), продала свой транспортный актив, Металлоинвесттранс, за 540 млн долл. (деньги поступят в течение ближайших недель). Дополнительным источником ликвидности могут выступать невыбранные кредитные линии на общую сумму 800 млн долл. и линия торгового финансирования на 500 млн долл. Кроме того, зарегистрировано еще 4 выпуска облигаций на 25 млрд руб.

По словам менеджмента, денежные средства будут направлены, в том числе, на погашение долга. Также в планах компании обратный выкуп 20% доли, принадлежащей ВТБ (в результате продажи своей доли В. Анисимовым в декабре 2011 г.), справедливую стоимость которой Металлоинвест оценивает в 2,5 млрд долл., с последующей продажей этих акций на рынке в рамках IPO (предположительно, в 2013-2014 гг.). По оценкам менеджмента, в случае выкупа доли ВТБ, Чистый долг/EBITDA лишь немногим превысит уровень 2,0х, что в целом совпадает с нашими расчетами.

Бумаги эмитента справедливо оценены

Еврооблигации и рублевые бумаги эмитента котируются на кривой доходностей Евраз (В+/Вa3/ВВ-), что представляется нам справедливым, учитывая одинаковый набор кредитных рейтингов, а также близкое кредитное качество.

Ленэнерго: передача электроэнергии по-прежнему убыточна

Компания Ленэнерго (-/Ba2/-) отчиталась за 2011 г. по МСФО. Финансовые результаты не преподнесли сюрпризов: операционная прибыль по-прежнему формируется за счет прибыли от технологического присоединения, а передача электроэнергии остается убыточной при текущем уровне тарифов. Заданные правительством ориентиры по темпам роста сетевой составляющей цены на электроэнергию для конечного потребителя не позволят существенным образом улучшить рентабельность этого бизнеса.

Ключевые финансовые показатели Ленэнерго

в млрд руб., если не указано иное	2011	2010	изм.
Выручка, в т.ч.	32,3	28,6	+13%
От передачи электроэнергии	22,9	17,7	+29%
От технологического присоединения	8,6	10,3	-16%
Операционные расходы*	22,0	16,8	+31%
Скорректированная EBITDA*	10,2	11,8	-13%
Рентабельность по EBITDA	32%	41%	-9 п.п.
Скорректированная операционная прибыль*	5,3	7,2	-27%
Операционная рентабельность	16%	25%	-9 п.п.
Чистая прибыль	-0,9	4,8	-
Чистая рентабельность	отриц.	17%	-
Операционный поток	7,9	3,8	+2,1х
Инвестиции	-11,8	-5,8	+2,0х
Свободный денежный поток	-3,8	-2,1	+88%
Совокупный долг, в т.ч.	27,4	15,7	+75%
Краткосрочный долг	6,4	1,6	+4,0х
Долгосрочный долг	21,0	14,1	+49%
Чистый долг	20,3	15,0	+35%
Долг/EBITDA	2,68х	1,33х	-
Чистый долг/EBITDA	1,98х	1,28х	-

*без учета ряда неденежных статей, в частности, убытка от обесценения основных средств в размере 4,3 млрд рублей
Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Рост выручки от передачи электроэнергии обусловлен федеральными факторами...

В 2011 г. выручка Ленэнерго увеличилась на 13% г./г., причем рост был обеспечен деятельностью по передаче электроэнергии (+29% г./г., во многом из-за роста тарифа ФСК), в то время как доходы от деятельности по технологическому присоединению снизились на 16%. Напомним, что расходы на передачу электроэнергии по сетям ФСК включены в тариф распределительных сетевых компаний, в том числе и Ленэнерго.

...а сам основной бизнес остается убыточным из-за текущего уровня тарифов

По нашим подсчетам, скорректированная операционная прибыль Ленэнерго составила ~5,3 млрд руб., причем она была сформирована за счет деятельности по технологическому присоединению. В то же время деятельность по передаче электроэнергии по итогам года была убыточна на операционном уровне. Мы полагаем, что основной причиной такого результата являются принятые ранее экономически необоснованные тарифные решения.

Для того чтобы рентабельность деятельности Ленэнерго по передаче электроэнергии стала положительной, требуется существенное увеличение текущих тарифов на передачу электроэнергии, что сейчас выглядит не слишком вероятным в свете принимаемых правительством мер по сдерживанию темпов роста сетевой компоненты цены электроэнергии для конечного потребителя. Мы полагаем, что данный фактор является риском для Ленэнерго.

Без учета
деятельности по
технологическому
присоединению...

Мы полагаем, что для оценки кредитоспособности компании нецелесообразно учитывать финансовый результат от деятельности по технологическому присоединению. Данные средства не могут быть направлены на погашение долга, так как инвестируются в строительство новых мощностей для обеспечения технологического присоединения потребителей, оплативших услугу. Кроме того, выручка/прибыль от этой деятельности отражается на счетах компании после сдачи объекта, то есть после того, как денежные средства уже были потрачены. Также часть выручки носит неденежный характер (3,7 млрд руб. в 2011 г.).

...кредитное качество
компании выглядит
существенно хуже

Учитывая отрицательные значения свободного денежного потока (-3,8 млрд руб. в 2011 г.), в 2012-2014 гг. компания планирует наращивать долговую позицию на ~2,5-3,8 млрд руб. в год. Мы полагаем, что с учетом мер по сдерживанию темпов роста тарифа и планов по дальнейшему росту долга это создает дополнительные риски в отношении долгосрочной кредитоспособности Ленэнерго.

Однако риски
компенсируются
поддержкой
государства...

В то же время эти риски в значительной мере компенсируются поддержкой со стороны государства, как прямой (в форме вливания бюджетных средств через допэмиссию Ленэнерго), так и косвенной – в частности, в форме предоставления долгосрочных кредитов от госбанков. В настоящий момент Ленэнерго размещает допэмиссию на ~4 млрд руб., а в марте-апреле были одобрены кредитные линии ВЭБа (4,7 млрд руб. с погашением в 2020 г.) и Сбербанк (3 млрд руб. с погашением в 2014 г.).

...а риски ликвидности
невысоки

Кроме того, мы отмечаем, что риски краткосрочной ликвидности Ленэнерго невысоки, компания традиционно поддерживает уровень ликвидных средств на уровне, достаточном для погашения краткосрочных обязательств. На платежеспособности Ленэнерго положительно отражается существенный объем невыбранных кредитных линий, а также возможность привлечения дополнительного долгосрочного финансирования от госбанков.

Облигации
Ленэнерго, 4 выглядят
дорого в сравнении с
ФСК

В конце апреля 2012 г. Ленэнерго разместила выпуск рублевых облигаций Ленэнерго-4 номиналом 3 млрд руб. Ставка купона составила 8,5% годовых (УТР 8,68% @ апрель 2015 г.). В ходе недавнего размещения доходность ФСК,12 составила УТР 8,26% @ апрель 2016 г. Таким образом, по нашим оценкам, с учетом разницы в дюрации премия Ленэнерго,4 к ФСК,12 составила ~50-60 б.п. На наш взгляд, принимая во внимание различие в кредитных рейтингах компаний в 3 степени, эта премия должна составлять как минимум 75 б.п.

Соллерс: кредитный рестайлинг

В пятницу Соллерс опубликовал отчетность по МСФО за 2011 г., которая показывает значительный рост финансовых показателей и улучшение его кредитного качества: Чистый долг/EBITDA на конец 2011 г. опустился на уровень до 2,2х. Компания сумела полностью восстановиться после кризиса и запустила ряд очень перспективных проектов с Ford, Mazda и Toyota.

Ключевые финансовые показатели Соллерс

В млн руб., если не указано иное	2011	2010	изм.
Выручка	69 531	55 266	+26%
Валовая прибыль	12 212	8 952	+36%
Валовая рентабельность	17,6%	16,2%	+1,4 п.п.
EBITDA	6 269	4 282	+46%
Рентабельность по EBITDA	9,0%	7,7%	+1,3 п.п.
Чистая прибыль	4 694	-1 241	-
Операционный поток	4 017	4 502	-11%
Инвестиционный поток, в т.ч.	3 886	-2 225	-
Капвложения	-1 148	-2 553	-55%
Финансовый поток	-8 035	-3 178	+2,5х

в млн руб., если не указано иное	31 дек. 2011	31 дек. 2010	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	16 834	24 531	-31%
Краткосрочный долг	10 983	7 478	+47%
Долгосрочный долг	5 851	17 053	-2,9x
Чистый долг	13 877	21 442	-35%
Чистый долг/EBITDA	2,21x	5,01x	-

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Выручка в 2011 г. увеличилась на 26%

Выручка Соллерс за 2011 г. увеличилась на 26% за счет роста продаж (в денежном выражении) практически всей линейки выпускаемых автомобилей (+29%), а также опережающего роста реализации автокомпонентов (+44%). Продажи двигателей увеличились на 11%. Особенно успешными оказались продажи (в количественном выражении) автомобилей SsangYong, которые увеличились на 73%.

Динамика продаж автомобилей Соллерс

Марка автомобиля	2010	2011	Изм, %
SsangYong	14,3	24,8	73%
UAZ	57,0	63,7	12%
FIAT Ducato	13,4	13,2	-1%
FIAT PC	10,3	16,6	61%
ISUZU	3,1	1,8	-42%
Всего	83,8	95,3	14%

Источник: Соллерс

В 2011 г. продажи автомобилей в России выросли на 39%

В целом автомобильный рынок России уверенно восстанавливается после кризиса. По данным AEB, в 2011 г. продажи автомобилей в России выросли на 39% и составили 2,7 млн штук, а за первые 2 месяца 2012 г. - на 23%. В качестве тенденции стоит отметить рост доли автомобилей эконом- и среднего класса, производимых в России: в 2011 г. из доля достигла 50%, увеличившись с 37% в 2010 г. Из десяти автомобильных марок-лидеров продаж легковых моделей по итогам первых 2-х месяцев 2012 г. все производятся на территории РФ.

Рентабельность по EBITDA возросла до 9%

Благодаря более медленному росту затрат на сырье и материалы (+24% г./г.), которые традиционно являются основной статьей себестоимости (78% за 2011 г.), компании удалось повысить рентабельность по EBITDA до 9,0% с 7,7% в 2010 г. Отметим, что Соллерс удалось сдержать повышение затрат на персонал в пределах темпа увеличения выручки (+26%).

Инвестиции Соллерс в 2011 г. составили 1,1 млрд руб., снизившись более чем в 2 раза по сравнению с 2010 г. Значительный свободный денежный поток позволил компании погасить большой объем долга, который сократился по балансу на 7,7 млрд руб. По состоянию на 31 декабря 2011 г. долговая нагрузка Соллерс находится на комфортном уровне - 2,2x в терминах Чистый долг/EBITDA.

Мы ожидаем дальнейшее снижение уровня долговой нагрузки компании (<2.0x на конец 2012 г.)

Компании не требуется реализовывать существенную инвестпрограмму для поддержки собственного производства (UAZ, SsangYong, ЗМЗ и т.д.) в ближайшие годы. Сумма планируемых капвложений в 2012 г. не превышает 1,5 млрд руб. и может быть профинансирована из операционного денежного потока. Таким образом, мы ожидаем дальнейшее снижение уровня долговой нагрузки компании (около 2.0x на конец 2012 г.) и улучшения ее кредитного профиля. Дополнительным позитивным фактором мы считаем решение Совета директоров о том, чтобы не выплачивать дивиденды по итогам 2011 г.

Риски рефинансирования незначительны

Краткосрочный долг Соллерс на 31 декабря 2011 г. составлял 10,98 млрд руб. С учетом имеющихся на балансе денежных средств в объеме 3 млрд руб., а также восстановления операционного денежного потока, мы оцениваем риски рефинансирования как незначительные. Также в апреле 2012 г. было одобрено финансирование со стороны Сбербанка на сумму 5 млрд руб. Денежные средства направляются на рефинансирование текущих кредитов этого банка, соответственно, удлиняется срочность кредитного портфеля Соллерс.

Стратегия Соллерс заключается в создании СП с мировыми лидерами

В настоящее время партнерами Соллерс являются Ford, Toyota, SsangYong, Isuzu и Mazda

Стратегия Соллерс заключается в создании СП с мировыми лидерами - известными автомобильными брендами. Помимо имеющегося производства SsangYong, в 2011 г. компания начала реализацию 3-х крупных проектов:

- 1 октября 2011 г. было запущено совместное предприятие Ford Sollers по производству легковых и коммерческих автомобилей, а также внедорожников мощностью до 350 тысяч автомобилей в год с целевым уровнем локализации не менее 60%, включая производство в России силовых агрегатов. Помимо производства Ford Sollers будет отвечать за импорт и продажу всех продуктов Ford, включая автомобили, запчасти и аксессуары на российском рынке. Уже по итогам 4 кв. 2011 г. розничные продажи Ford Sollers составили более 32 тыс. автомобилей;
- СП Соллерс-Буссан с Mitsui (50%/50%) по производству Toyota Land Cruiser Prado во Владивостоке мощностью до 25 тыс. шт. в год. Начало производства намечено на 2П 2012 г.
- в апреле 2012 г. компания подписала договор о создании СП с Mazda (50%/50%) по производству автомобилей во Владивостоке мощностью до 50 тыс. машин в год с последующим увеличением до 70 тыс. Совместное предприятие будет производить новый кроссовер Mazda CX-5 и седан Mazda 6 для дальнейшей реализации на российском рынке.

Производство Ford планируется на трех площадках

Производство автомобилей Ford размещено на трех площадках:

- завод во Всеволожске Ленинградской области мощностью до 160 тыс. автомобилей (Ford Focus и Ford Mondeo);
- завод в Елабуге (Татарстан) мощностью до 75 тыс. автомобилей Ford Explorer (SUV) и Ford Transit (LCV) в год;
- производственная площадка в Набережных Челнах мощностью 115 тыс. шт. (модельный ряд пока не определен).

В СП с Ford Соллерс внес свои активы в Елабуге и Набережных Челнах

Взнос Соллерс в СП с Ford состоял из производственных активов заводов в Елабуге и Набережных Челнах, а Ford в свою очередь внес активы завода в Ленинградской области. В связи с тем, что справедливая стоимость доли в СП превысила балансовую стоимость переданного имущества, в отчете о прибылях и убытках за 2011 г. компания отразила прибыль в размере 4,0 млрд руб.

Финансирование СП планируется в основном за счет заемных средств

Финансирование СП с Ford, Mazda и Toyota планируется в основном за счет заемных средств (без права обращения взыскания на компанию). Например, для финансирования СП с Ford в сентябре 2011 г. ВЭБ одобрил кредитную линию в размере 36 млрд руб. в форме проектного финансирования по субсидированной процентной ставке.

Привлечение долга на СП не увеличивает долговой нагрузки Соллерс

В отчетности Соллерс СП отражаются по equity методу: в активах они отнесены на "инвестиции в совместные предприятия", а в отчете о прибылях и убытках будут отражаться как "доходы от участия в связанных компаниях и СП" в размере 50% от чистой прибыли СП. Таким образом, привлечение долга на СП не увеличивает долговую нагрузку Соллерс.

Кредитное качество Соллерс может соответствовать рейтингу категории "B"

По словам менеджмента, Соллерс планирует получение международного кредитного рейтинга. По итогам 2011 г. учитывая все позитивные изменения в компании, мы считаем, что его кредитное качество вполне может соответствовать рейтингу категории "B".

В настоящее время у Соллерса в обращении находятся 2 выпуска облигаций, oferta по выпуску Соллерс БО-2 объемом 2 млрд руб. намечена на 5 мая. По этому выпуску компания определила ставку купона на уровне 9,25% годовых на оставшийся год (доходность 9,47%). Для сравнения, выпуск КАМАЗ БО-2 предлагает доходность 9,7% год. при дюрации 1,66 лет, при том что КАМАЗ также не имеет рейтинга, а его уровень долговой нагрузки на конец 1П 2011 г. составлял более 4,0х. Также следует отметить, что выпуски Соллерс находятся в списке A1, а КАМАЗа - в A2.

Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

Нефтегазовая отрасль

Alliance Oil	Лукойл
Башнефть	Новатэк
БКЕ	Татнефть
Газпром	Транснефть
Газпром нефть	ТНК-ВР

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Санкт-Петербург
АИЖК	Банк Центр-инвест
Альфа банк	ВТБ
Азиатско-	ВЭБ
Тихоокеанский Банк	
Банк Москвы	ЕАБР
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Распадская
Евраз	РМК
Кокс	Русал
Металлоинвест	Северсталь
ММК	СУЭК
Мечел	ТМК
НЛМК	ЧТПЗ
Норильский	Uranium One
Никель	

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	Ростелеком
МТС	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Электроэнергетика

Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

Прочие

АФК Система

Список последних обзоров по макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика марта: повод насторожиться

Платежный баланс

Со слов А. Улюкаева, отток капитала в феврале замедлился до 9 млрд долл.

Инфляция

Инфляция: на низком старте

Валютный рынок

Мы пересматриваем прогнозы по платежному балансу и курсу рубля на 2012 г.

Монетарная политика ЦБ

ЦБ ожидаемо оставил ставки неизменными

Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

Промышленность

Промпроизводство: ускорение роста прекратилось

Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

Ликвидность

Ликвидность из бюджета

Интервенции ЦБ

Интервенции ЦБ в марте

Бюджет

Бюджет РФ: щедрость на расходы останется позади?

Долговая политика

Пополнение Резервного фонда в долг

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Анастасия Байкова	abaiкова@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай	denis.poryvay@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова	maria.pomelnikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
Павел Папин	pavel.papin@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская	irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 99 00 доб. 1706

Продажи

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин		(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Алексей Баранов		(+7 495) 981 2857

Торговые операции

Александр Дорошенко	(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов	(+7 495) 225 9146

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин	(+7 495) 721 2846
-----------------	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов		(+7 495) 721 2835
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Надежда Зотова		(+7 495) 221 9801

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.