

СОЛЛЕРС (NR): ХОРОШАЯ ВОЗМОЖНОСТЬ ВОЙТИ НА АВТОРЫНОК

СЕРГЕЙ ГОНЧАРОВ +7 495 789 36 09
 sergey.goncharov@trust.ru

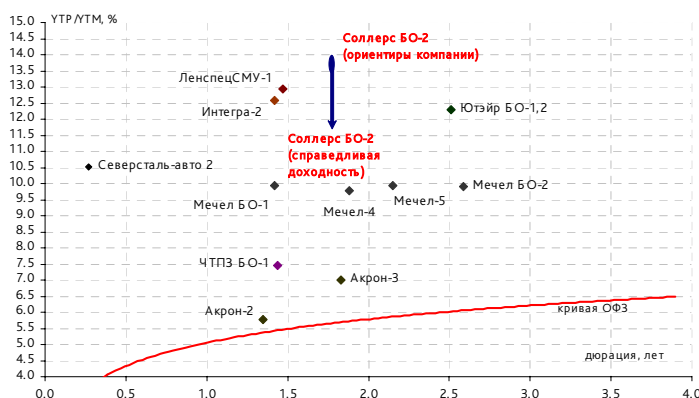
ИНВЕСТИЦИОННОЕ ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В понедельник, 12 апреля, российский автопроизводитель «Соллерс» открыл книгу заявок на размещение трехлетних биржевых облигаций **Соллерс БО-2** на RUB2 млрд. По выпуску предусмотрена оферта через 2 года. На данный момент ориентир ставки по полугодовому купону составляет 13.00-13.50% годовых, что соответствует эффективной доходности к оферте УТР 13.42-13.96%. Заккрытие книги заявок намечено на 27 апреля, техническое размещение бумаг – на 29 апреля. Заявленная цель выпуска – рефинансирование кредитного портфеля компании.

Кредитное качество эмитента на данный момент выглядит довольно устойчиво, а в будущем будет определяться, на наш взгляд, в первую очередь такими факторами, как темпы восстановления российского авторынка в целом и продаж Соллерса в частности, масштабная господдержка, в том числе прямые закупки у компании, помощь со стратегическими проектами и активное сотрудничество с госбанками в рефинансировании долгов. Компания имеет безупречную кредитную историю, однако о рисках автомобильного сектора забывать не стоит.

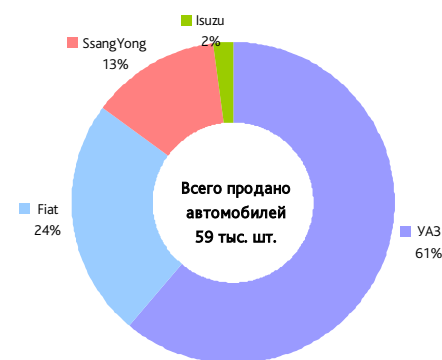
Наиболее адекватным для сравнения с рублевыми облигациями **Соллерс БО-2** мы считаем выпуск **Мечел-4** (УТР 9.60% @ июль 2012). Исходя из заявленных ориентиров, доходность новых бумаг предлагает премию в 380-430 бп, однако, на наш взгляд, фундаментально она не должна превышать 150-200 бп. В то же время стоит учесть, что ориентиры могут быть снижены, что уже наблюдалось при недавних размещениях. С учетом этого мы считаем, что участвовать в размещении будет интересно при купоне не ниже 11.00%, однако это, конечно же, будет зависеть от общерыночных уровней (Диаграмма 1).

ДИАГРАММА 1. ПОЗИЦИОНИРОВАНИЕ ВЫПУСКА СОЛЛЕРС БО-2



Источник: ММВБ, оценка НБ «Траст»

ДИАГРАММА 2. СТРУКТУРА ПРОДАЖ ЛЕГКОВЫХ АВТОМОБИЛЕЙ СОЛЛЕРСА, 2009



Источник: Компания, НБ «Траст»

ОБЩАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ОАО «Соллерс» (бывшая Северсталь-авто) было основано в марте 2002 года металлургическим холдингом «Северсталь», объединившим свои активы в автопроме: УАЗ (Ульяновский Автомобильный Завод) и ЗМЗ (Заволжский Моторный Завод). В начале 2007 года Алексей Мордашов решил выйти из автомобильного бизнеса и продал 49.3% акций компании генеральному директору Вадиму Швецову, который до этого владел 8.7% и, таким образом, стал ее контролирующим акционером (58%). Остальные акции находятся в свободном обращении.

Основным бизнесом компании является производство автомобилей марок: УАЗ (61% всех проданных машин по итогам 2009 года), а также Fiat (24%), SsangYong (13%) и Isuzu (2%). При этом подавляющую долю в продажах компании по итогам 2009 года составили коммерческие автомобили (47% всех продаж Соллерса) и внедорожники (42%), что произошло на фоне катастрофического падения рынка легковых автомобилей и существенной господдержки сегменту более тяжелых видов автотранспорта. Предприятия компании занимаются также производством двигателей, запчастей, спецтехники, продажей и обслуживанием автомобилей и прочей деятельностью.

Основные мощности компании включают в себя предприятия в Татарстане (в основном сборка Fiat Ducato в Елабуге, легковых автомобилей Fiat в Набережных Челнах), на Дальнем Востоке (SsangYong, УАЗ Patriot, Isuzu – во Владивостоке), в Ульяновске (УАЗ) и в Нижегородской области (двигатели).

Отметим, что информационная открытость компании оставляет желать лучшего. Так, до сих пор не представлены результаты деятельности по международным стандартам ни за 1 полугодие, ни за весь 2009 год. В целом доступной информации о Соллерсе довольно мало. У компании нет рейтингов от международных рейтинговых агентств.

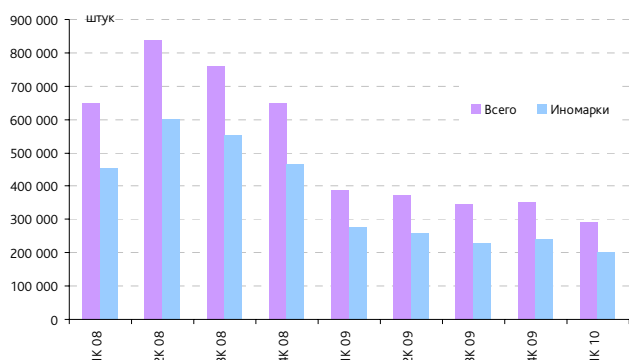


ОСНОВНЫЕ ФАКТОРЫ КРЕДИТОСПОСОБНОСТИ КОМПАНИИ

На наш взгляд, основными факторами, оказывающими влияние на кредитоспособность компании, являются:

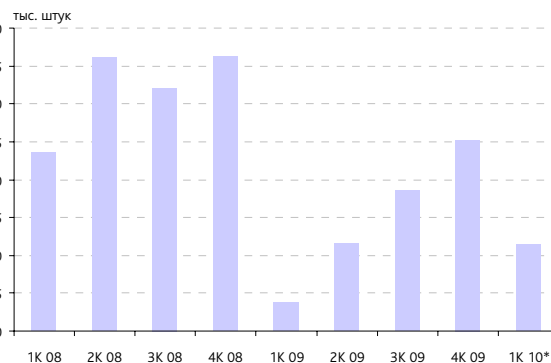
- **Перспективы роста продаж автомобилей в России...** Рынок новых автомобилей, практически постоянно с середины 2008 года испытывавший падение, похоже, начал восстанавливаться. Связано это, на наш взгляд, в первую очередь с реализацией отложенного спроса (в кризис многие потенциальные покупатели решили отложить покупку автомобиля из-за неопределенных перспектив личного благосостояния на фоне проблем на рынке труда). Несомненно, поддержку рынку оказывают меры, предпринятые государством (льготное автокредитование, программа утилизации), которые в совокупности обеспечили около 20% всех продаж в марте. Принимая во внимание количество заявок и выданных сертификатов (уже более 57 тыс. шт. с начала программы 8 марта 2010 года), мы ожидаем позитивной динамики продаж в ближайшие месяцы.
- **... и Соллерса в частности.** В кризис продажи Соллерса упали меньше, чем по рынку в целом. При годовом падении в 49% за 2009 год, марки Группы сократили совокупные продажи лишь на 34% (по данным АЕБ). Связано это, на наш взгляд, с тем, что компания больше концентрируется не на легковых, а на коммерческих автомобилях и внедорожниках (их доля с 77% в 2008 году выросла до 89% в 2009) – сегменты, которые более ориентированы не на индивидуальных, а на корпоративных покупателей, и пользуются господдержкой, в том числе в форме прямых закупок для различных ведомств. Так, в 2009 году госзакупки составили 10 тыс. автомобилей (17% от всех продаж Соллерса), 90% из них пришлось на различные модели УАЗа и Fiat Ducato (легкий коммерческий транспорт). Планы по госзаказу на 2010 год составляют более 13 тыс., однако мы считаем, что восстановление легкового сегмента рынка обеспечит большую долю прироста. Отметим, что, на наш взгляд, программа по утилизации уже также дает некоторые результаты, так, за первый месяц ее действия в салоны Fiat было подано более 2,500 обращений, особенно в Татарстане, где правительство республики предоставляет дополнительную скидку на машины местного производства.

ДИАГРАММА 3. ПРОДАЖИ НОВЫХ АВТОМОБИЛЕЙ В РОССИИ, 2008-2010



Источник: АЕБ, НБ «ТРАСТ»

ДИАГРАММА 4. ДИНАМИКА ПРОДАЖ СОЛЛЕРСА, 2008-2010



* цифра АЕБ, может сильно отличаться от данных компании
Источник: Компания, НБ «ТРАСТ»

- **Планы по масштабному увеличению мощностей.** В феврале 2010 года Соллерсу была предоставлена возможность осуществить самый масштабный, пожалуй, за всю современную российскую историю проект в автопроме. Совместное с Fiat предприятие по выпуску 9 новых моделей, которое, по планам, должно выйти на производство до 500 тыс. единиц, по сути позволит Соллерсу занять существенную долю российского рынка. Так, в 2009 году доля продаж марок Группы «Соллерс» в целом по рынку составила около 4.2%, по данным АЕБ. Если же продажи компании в 2015 г. будут близки к планируемым цифрам по выпуску, то ее доля может составить около 14%, исходя из базового сценария программы развития отечественного автопрома, которая была недавно согласована на высших уровнях власти. Этот проект имеет большую репутационную составляющую для компании и потому сильно увеличивает, на наш взгляд, вероятность поддержки государства. Отметим, что из EUR2.4 млрд., необходимых в данном проекте, EUR2.1 млрд. финансирует ВЭБ через 15-летний кредит с 5-летней отсрочкой по телу долга, а на балансе Соллерса этот долг не появится (предполагается, что 10% в СП отойдут банку-кредитору, и результаты предприятия будут отражаться по методу долевого участия).

Кроме того, нам нравится перспектива развития производства автомобилей SsangYong на Дальнем Востоке. В регионе очень развита автомобильная культура, и у довольно большой части населения есть собственные машины (в особенности японские и корейские). Мы полагаем, что спрос на продукцию местного производства имеет потенциал к росту, в частности за счет отказа от приобретения нелегально импортированных азиатских авто. Таким образом, Соллерс сможет воспользоваться как господдержкой отрасли, так и спросом со стороны населения.

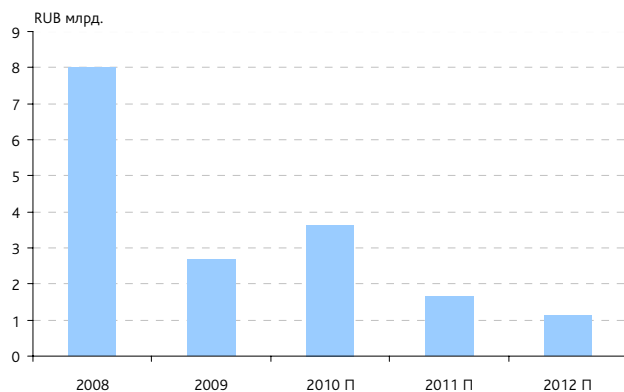
- **Финансовое положение: в ожидании восстановления.** Финансовое состояние Соллерса довольно сложно оценить адекватно ввиду того, что последняя консолидированная отчетность была выпущена по итогам 2008 года.



Однако уже за этот период EBITDA группы была отрицательна (по нашим оценкам, -RUB5 млрд., если учесть поправки на незавершенное производство), впрочем, как и чистый операционный денежный поток (-RUB5.6 млрд.).

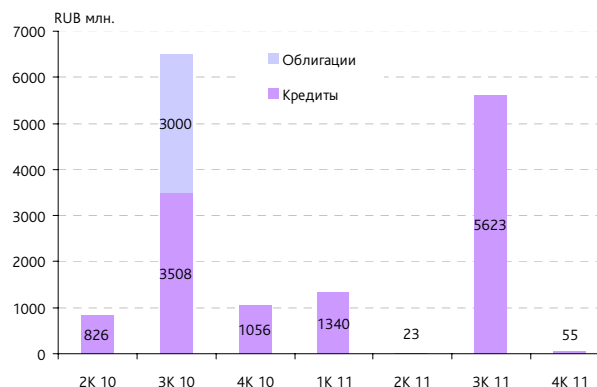
Несмотря на это, мы позитивно оцениваем действия топ-менеджмента по сокращению операционных расходов и умелому управлению оборотным капиталом во время кризиса. Мы считаем, что это позволит компании увеличить эффективность бизнеса и вывести основные финансовые показатели в положительную зону. В дальнейшем этому будут способствовать и более низкие уровни инвестиционных затрат (см. диаграмму 5).

ДИАГРАММА 5. ДИНАМИКА ИНВЕСТИЦИЙ СОЛЛЕРСА, 2008-2012П



Источник: данные компании, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 6. ГРАФИК ПОГАШЕНИЯ ДОЛГОВ СОЛЛЕРСА, 2010-2011



Источник: данные компании, НБ «Траст»

- **Высокий уровень долга при поддержке госбанков не опасен.** По данным организаторов выпуска, общая сумма долга Соллерса на 1 апреля составила RUB26.3 млрд. (чистый долг – RUB24.3 млрд.). При этом более 70% кредитного портфеля (без учета облигаций) приходится на Сбербанк и ВТБ. RUB10 млрд. долга обеспечены госгарантиями (на 50% от обязательств соответственно). Сотрудничество с госбанками ведется довольно активно, например, ВТБ уже принял решение рефинансировать на 2 года кредиты на сумму около RUB2.1 млрд. с погашением в 3К 2010 г.

В то же время Соллерс планирует оставить в рынке и свой облигационный выпуск **Северсталь-авто 2**, по которому в июле будет оферта. Таким образом, на ближайший год оставшиеся погашения компании распределены довольно равномерно и не слишком велики, с учетом запаса ликвидности в RUB1.4 млрд. (на начало апреля) и планируемых поступлений от выпуска **Соллерс БО-2**. Мы считаем, что с учетом всех этих факторов на горизонте 2 лет большой уровень совокупного долга не будет существенно ограничивать деятельность компании, значительный объем погашений предстоит только в 3К 2011 (см. диаграмму 6).

- **Положительная кредитная история.** Напомним, что в облигационном сегменте автопроизводителей Соллерс – практически единственный эмитент, который до сих пор не сталкивался с существенными проблемами. Компания стабильно и последовательно обслуживала свой публичный долг, а финансовый директор Соллерса Николай Соболев уверенно высказывал свое убеждение о необходимости погашать облигации без реструктуризации.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ СОЛЛЕРСА

МСФО, RUB млрд.	1П 07	2007	1П 08	2008	08/07
Выручка	23.4	49.1	30.2	61.6	25.4%
EBITDA	2.9	5.7	3.6	-5.0	-187.9%
Чистая прибыль	1.6	3.4	1.9	-0.4	-111.2%
Чистый операционный денежный поток	0.3	2.8	1.5	-5.6	-299.7%
Капитальные вложения	1.3	4.9	4.3	6.4	28.9%
Всего активы	32.3	38.0	48.1	63.5	66.8%
Собственный капитал	17.1	18.4	19.2	15.2	-17.2%
Совокупный долг в т.ч.	7.2	8.6	13.7	23.2	168.4%
Краткосрочный долг	5.8	2.5	6.5	16.0	541.8%
Денежные средства и эквиваленты	1.9	2.0	2.8	0.9	-55.7%
Показатели					
EBITDA margin (%)	12.4	11.6	12.1	отр.	
EBITDA/проценты (x)	16.0	11.4	15.4	отр.	
Долг/EBITDA (x)	1.5	1.5	2.1	отр.	
Чистый долг/EBITDA (x)	1.1	1.2	1.7	отр.	
Денежные средства/Краткосрочный долг (%)	32.5	81.5	42.3	5.6	
Долг/Собственный капитал (x)	0.4	0.5	0.7	1.5	

Источник: данные компании, НБ «Траст»

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ДИРЕКЦИЯ АНАЛИЗА ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Евгений Надоршин +7 (495) 789-35-94

Департамент макроэкономики и стратегии

Владимир Брагин +7 (495) 786-23-46
Мария Помельникова

Департамент кредитного анализа +7 (495) 789-36-09
Юрий Тулинов
Татьяна Днепровская
Сергей Гончаров

Выпускающая группа +7 (495) 789-36-09
Татьяна Андриевская
Николай Порохов Ричард Холиоук
research.debtmarkets@trust.ru

ДИРЕКЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Дмитрий Игумнов +7 (495) 647-25-98

Торговые операции

Андрей Труфакин +7 (495) 789-60-58
Дмитрий Рябчук +7 (495) 647-25-97

Клиентские продажи

Себастьян де Принсак +7 (495) 647-25-74
Олеся Курбатова +7 (495) 647-28-39
Александр Хлопецкий +7 (495) 647-28-39

sales@trust.ru

Департамент количественного анализа и информационного развития

Андрей Малышенко +7 (495) 647-28-40
Вадим Закройщиков
Дмитрий Пуш

REUTERS: TRUST

TRUSTBND/RUR1	ОФЗ
TRUSTBND/RUR2	Субфедеральные облигации
TRUSTBND/RUR3	Телекоммуникационные облигации
TRUSTBND/RUR4	Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/RUR5	Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/EUR1	Суверенные и субфедеральные еврооблигации
TRUSTBND/EUR2	Корпоративные еврооблигации (нефть и газ, телеком)
TRUSTBND/EUR3	Корпоративные еврооблигации (промышленность)
TRUSTBND/EUR4	Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR5	Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR6	Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/RF30	Russia 30

BLOOMBERG: TIBM

TIBM11. Рублевые корпоративные облигации
TIBM12. Суверенный долг и OBB3
TIBM13. Корпоративный внешний долг
TIBM4. Макроэкономика и денежный рынок
TIBM2. Навигатор долгового рынка
TIBM3. Анализ эмитентов

WEB: [HTTP://WWW.TRUST.RU](http://www.trust.ru)

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленная информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах. Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка. Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правилах 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и принимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Департамента исследований долговых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данным ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженными в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Департамента исследований долговых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.