

Пульс рынка

- ▶ Продолжающееся замедление темпов роста экономики еврозоны, а также высокая вероятность дефолта Греции породили ожидания снижения ключевой процентной ставки ЕЦБ с текущего уровня 1,5%. Кроме того, обсуждаются дополнительные меры, которые могут быть в скором времени задействованы регулятором, в частности, предоставление 12-месячного кредитования. В итоге рынки рискованных активов завершили день в плюсе, так, индексы акций выросли на 2-3%.
- ▶ По-видимому, политические события, происходящие в РФ, являются основными причинами, которые не позволили российскому сегменту восстановить утраченные позиции на общем позитивном фоне остальных развивающихся рынков. Кредитный спред России к Бразилии расширился до 120 б.п. (среднемесячное значение с начала года находилось около 50 б.п.), при этом котировки Russia30, потеряв еще 1 п.п., опустились ниже 112%.
- ▶ Вчера рубль продолжил сдавать свои позиции, подешевев в течение дня на 20 копеек до 37,5 за бивалютную корзину. Таким образом, ЦБ вчера трижды сдвинул границы плавающего коридора по 5 копеек в диапазон 32,5-37,5, продав при этом в рамках накопленных интервенций не менее 1,8 млрд долл., что привело к дополнительному изъятию рублевой ликвидности в размере порядка 60 млрд руб. Сегодня падение рубля может приостановиться на фоне позитивной ценовой динамики на внешних рынках, позволившей котировкам нефти Brent вернуться на уровень 105 долл./барр.
- ▶ Вчера была открыта книга заявок на покупку выпуска ВЭБ-10 номиналом 15 млрд руб. с ориентиром по ставке купона в диапазоне 8,4 - 8,8% годовых, что соответствует доходности на уровне УТР8,58 - 8,99% к 5-летней оферте. Ориентируясь на близкие по дюрации выпуски ОФЗ 26203 (УТМ 8,74% @ август 2016 г.) и ОФЗ 25077 (УТМ 8,65% @ январь 2016 г.), озвученные ориентиры даже по верхней границе не соответствуют рыночным уровням. Мы не исключаем, что размещение носит технический характер, о чем, в частности, может говорить короткий срок маркетинга (книга заявок закрывается уже в пятницу). В новых реалиях мы считаем, что справедливая премия бумаг первого эшелона к кривой ОФЗ должна быть выше 75 б.п.

Темы выпуска

- ▶ Соллерс: реанимация после кризиса, надолго ли?
-

Соллерс: реанимация после кризиса, надолго ли?

Соллерс, один из ведущих российских автопроизводителей, представил финансовые результаты по МСФО за 2 кв. и 1П 2011 г., которые произвели на нас, в целом, положительное впечатление. За 1П 2011 г. рост выручки составил 56% г./г., показатель EBITDA увеличился более чем вчетверо по сравнению с 1П 2010 г., рентабельность по EBITDA выросла с 3,3% до 9,1% и достигла уровня 2008 г. Долговая нагрузка (Чистый долг/EBITDA) продолжила снижаться и на 30 июня составила 3,49х (4,98х на начало года). В качестве общего негативного момента бизнес-профиля компании мы отмечаем его существенную зависимость от изменений экономической ситуации в стране и, соответственно, нестабильность финансовых показателей.

Ключевые финансовые показатели Соллерс

В млн руб., если не указано иное	1П 2011	1П 2010	изм.
Выручка	31 550	20 258	+56%
Валовая прибыль	5 804	2 870	+2,0х
Валовая рентабельность	18,4%	14,2%	+4,2 п.п.
EBITDA	2 862	666	+4,3х
Рентабельность EBITDA	9,1%	3,3%	+5,8 п.п.
Чистая прибыль	897	-1 138	-
Чистая рентабельность	2,8%	отр.	-
Операционный поток	-1 141	1 451	-
Инвестиционный поток, в т.ч.	-112	-920	-8,2х
капитальные затраты	-494	-794	-38%
Свободный денежный поток	-1 253	531	-

В млн руб., если не указано иное	30 июня 2011	31 дек. 2010	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	26 482	24 531	+8%
Краткосрочный долг	11 917	7 478	+59%
Долгосрочный долг	14 565	17 053	-14%
Чистый долг	22 686	21 442	+6%
Чистый долг/EBITDA*	3,49х	4,98х	-

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Объемы продаж компании в целом росли немного медленнее рынка

За первое полугодие 2011 г. компания продемонстрировала увеличение объемов продаж легковых автомобилей и LCV в натуральном выражении на 53% г./г., что оказалось немного ниже среднерыночной динамики (56% г./г., по данным Ассоциации европейского бизнеса). Отличную динамику продемонстрировали продажи автомобилей марок FIAT (+69% г./г., с 8,6 до 14,5 тыс. единиц) и SsangYong (+84% с 4,9 до 9,1 тыс. единиц). Продажи автомобилей марки УАЗ, занимающих исторически большую долю в совокупных продажах Соллерса (более 50%) в 1П 2011 г. показали относительно невысокие темпы роста: было реализовано 24,2 тыс. единиц против 18,7 тыс. годом ранее (+29% г./г.).

Рост выручки был обусловлен восстановлением спроса

Улучшение экономической ситуации в стране, в частности, рост реальных заработных плат и активизация банковского кредитования привели к восстановлению спроса на автомобили, что и стало ключевым фактором столь позитивной динамики продаж. Ценовая составляющая роста была минимальной.

Показатель EBITDA вырос более чем вчетверо

Меньший по сравнению с выручкой рост себестоимости (вероятнее всего, из-за ограниченного роста цен на материалы и комплектующие, на долю которых в среднем приходится около 80% себестоимости компании) привел к увеличению валовой прибыли вдвое. Дополнительно, эффективный контроль над операционными издержками позволил компании значительно улучшить уровень EBITDA. Однако мы отмечаем, что рентабельность еще не полностью восстановилась до докризисного уровня (12,6% в 2007 г.).

Отрицательный операционный поток обусловлен увеличением инвестиций в оборотный капитал

Необходимо отметить, что отрицательный операционный поток, полученный в 1П 2011 г., главным образом, обусловлен увеличением инвестиций в оборотный капитал (дебиторская задолженность выросла на 1,7 млрд руб., кредиторская задолженность сократилась на 2,5 млрд руб.). До изменений в оборотном капитале, денежный поток от операционной деятельности составил 3,4 млрд руб.

Капитальные вложения в 1П 2011 г. сократились до 494 млн руб., или на 38% относительно 1П 2010 г., что объясняется завершением основных программ по строительству производственных площадок в Елабуге и на Дальнем Востоке. Тем не менее, пока компания продолжает в значительной мере зависеть от заемных средств для финансирования операционной и инвестиционной деятельности.

Долг увеличился на 8%, при этом есть возможности для рефинансирования краткосрочной задолженности

Совокупный долг компании за 1П 2011 г. вырос на 8% до 26,5 млрд руб., из них 11,9 млрд руб. приходится на краткосрочную задолженность, которая, вероятнее всего, будет рефинансирована. Так, после отчетной даты компанией были согласованы банковские кредиты на сумму 3,3 млрд руб. до 2013 г. и на 500 млн руб. до 2012 г. по ставкам ниже, чем по уже имеющейся задолженности. Кроме того, компания располагает запасом ликвидности в размере 3,8 млрд руб.

Долг компании не имеет предпосылок к росту

Мы полагаем, что сейчас нет предпосылок для существенного роста долга компании, поскольку инвестиции ограничены только вложениями в поддержание существующих мощностей. Создаваемое СП с Mitsui для производства автомобилей Toyota не потребует каких-либо существенных затрат, поскольку будет организовано на существующих мощностях компании на Дальнем Востоке. СП с Ford (также на действующих площадках в Елабуге и Татарстане), как и СП с Mitsui, по правилам МСФО, должны будут отражаться по методу долевого участия в капитале (equity method), и долг по ним не будет консолидироваться. При этом, пока Соллерс также сохраняет существующие лицензии для продолжения производства в России автомобилей марки Fiat.

При дальнейшем ухудшении экономической ситуации долговая нагрузка может вырасти

По оценкам менеджмента компании, увеличение выручки по итогам 2011 г. составит 30%. Ассоциация европейского бизнеса прогнозирует рост рынка легковых автомобилей и LCV в этом году на уровне 30% (в натуральном выражении), что сопоставимо с приростом рынка в 2010 г. в сравнении с 2009 г. Тем не менее, мы считаем, что если ухудшение ситуации на финансовых рынках продолжится и перейдет в реальный сектор, это достаточно быстро отразится на компании. Как показал кризис 2008 года, спрос на автомобили высоко эластичен (падение рынка в натуральном выражении в 2009 г. составило 49%), что может привести к достаточно быстрому сокращению выручки Соллерс, и соответственно, существенному повышению долговой нагрузки. Тем не менее, исходя из прошлого опыта, с большой вероятностью, государство будет оказывать поддержку российским автопроизводителям. Среди возможных мер - госзакупки, возобновление программы утилизации, предоставление госгарантий по кредитам, субсидирование процентных ставок по автокредитам и пр.

В настоящий момент в обращении находятся два выпуска рублевых облигаций компании: Соллерс-02 (погашение в июле 2013 г.) и Соллерс БО-02 (оферта в мае 2012 г.), однако, в текущей нестабильной ситуации мы не видим в них торговых идей.

ЗАО «Райффайзенбанк»

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

Аналитика

Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай	denis.poryvay@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9843
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
Мария Помельникова	maria.pomelnikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9845
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
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.