

Пульс рынка

- **Рынки поверили в то, что QE - надолго.** Опубликованный накануне отчет по рынку труда кардинально изменил настроения на глобальных рынках: если раньше инвесторы закладывали в цены ожидания скорого сворачивания QE, то после слабых данных многие стали предполагать, что стимулы останутся надолго. Кстати говоря, по оценкам некоторых экономистов, с учетом корректировки данных на демографический спад текущее число безработных в США сейчас соответствует уровню безработицы 13% (свидетельствует об очень слабом состоянии экономики). Кроме того, по тем же оценкам негативный эффект от произошедшего в начале года повышения налогов проявится в американской макростатистике в полной мере уже летом этого года. Таким образом, ФРС будет вынуждена оставить QE на более продолжительное время. В то же время все отчетливее слышна критика этой программы, которая фундаментально не решает никаких проблем (дисбалансов госфинансов, между потреблением и производством), а лишь откладывает их на потом, увеличивая их масштаб. Не исключено, что подобные разногласия усилятся к середине мая, когда предстоит очередная баталия между республиканцами и демократами на тему потолка госдолга. Аппетиту к риску способствовали опубликованная вчера сильная статистика по промпроизводству Китая (в марте увеличилось максимальными за последние 11 месяцев темпами, в том числе за счет экспорта), а также сегодняшние данные по уровню инфляции (в марте оказалась на уровне 2,1%, что ниже ожиданий и предшествующего месяца). Также в пользу сохранения "гиперинфляции" на финансовых рынках говорит решение ЦБ Японии запустить QE (выкуп широкого класса финансовых активов) в объеме 74 млрд долл./месяц. Индексы акций подросли на 0,7%. Доходности UST остались вблизи локальных минимумов (10-летние бонды - на уровне YTM 1,74%).
- **Ажиотажный спрос на ОФЗ в рамках глобальной тенденции.** Суверенные долги GEM продолжили отыгрывать новые реалии глобального рынка (ожидания того, что доходности базовых активов останутся низкими еще надолго). Длинные бонды Brazil 41 и Russia 42 подскочили в цене на 2,3 п.п. и 3,8 п.п., соответственно, при этом их ценовой рост еще не исчерпан (текущим уровням доходностей UST ранее соответствовали более узкие спреды - 120 б.п. для Russia 42 вместо текущих 150 б.п.). На этом фоне продолжение начатого в конце прошлой недели ралли в ОФЗ не выглядело чем-то необычным. На больших торговых оборотах (порядка 15 млрд руб. с учетом РПС) ценовой рост длинных ОФЗ 26207 составил 1,5 п.п., их доходность опустилась до YTM 7,03%, что близко к минимуму прошлого года (ценовые потери в 1 кв. 2013 г. были почти полностью компенсированы). Приток нерезидентов сопровождался укреплением рубля (бивалютная корзина подешевела на 45 копеек до 35,45 руб.). Мы не исключаем, что на волне интереса со стороны нерезидентов, а также ожиданий снижения ключевых ставок ЦБ РФ во 2-3 кв. ОФЗ продолжат ценовой рост (доходности длинных бумаг могут уйти ниже уровня инфляции). Однако сегодня в преддверии завтрашнего аукциона возможно фиксация прибыли.
- **Магнит и EDC удостоились более высоких рейтингов.** S&P повысило рейтинг Магнита на одну ступень до BB/стабильный, отражая ожидание агентства, что долговая нагрузка компании останется на низком уровне (Долг/EBITDA < 2,0x в ближайшие 2 года), несмотря на быструю экспансию розничной сети в регионы. Обращающиеся облигации Магнита котируются со спредом к суверенной кривой на уровне 250 б.п., что соответствует корпоративным облигациям с рейтингом BB+. Также S&P повысило рейтинг EDC, материнской компании БКЕ, на одну ступень до BB+/стабильный. В качестве обоснования были приведены текущее устойчивое кредитное качество (Долг/LTM EBITDA < 1,5x) и ожидание роста спроса на бурение (в основных российских нефтеносных провинциях и в бассейне Каспийского моря). По оценкам агентства, в случае дефолта уровень возмещения по планируемым евробондам составит 50-70%. Рублевые бумаги БКЕ неликвидны. Мы ожидаем высокий спрос на новые бонды EDC, которые позволят получить некоторую премию к нефтегазовому сектору за производный кредитный риск.

Темы выпуска

- **Татнефть:** перешла на МСФО с ростом рентабельности
- **ЛОКО-Банк:** повысил достаточность капитала за счет ценных бумаг
- **Синергия:** фокус на премиальные бренды
- **Соллерс:** заметные успехи в 2012 г.

Татнефть: перешла на МСФО с ростом рентабельности

Татнефть представила позитивные результаты по МСФО

Вчера Татнефть (-/Ba1/BB+) представила финансовые результаты по МСФО за 2012 г., которые мы оцениваем позитивно. Напомним, что ранее компания отчитывалась по стандартам US GAAP. Представлены только годовые результаты за 2011-2012 гг., поэтому поквартальное сравнение невозможно.

Свободный денежный поток компании увеличился на 65% до 40,6 млрд руб., а рентабельность по показателю EBITDA превысила 19%. Долговая нагрузка в отношении Чистый Долг/EBITDA сократилась до 0,5x. Находящиеся в обращении облигации эмитента неликвидны.

Ключевые финансовые показатели Татнефти

в млн руб., если не указано иное	2012	2011	изм.
Валовая выручка*	626 556	615 867	+2%
Чистая выручка	444 099	417 586	+6%
EBITDA	121 442	107 025	+14%
Рентабельность по EBITDA	19,4%	17,4%	+2 п.п.
Чистая прибыль	73 473	62 104	+18%
Чистая рентабельность	11,7%	10,1%	+1,6 п.п.
Операционный поток	90 637	77 576	+17%
Капвложения	-50 026	-52 987	-6%
Свободный денежный поток	40 611	24 589	+65%
в млн руб., если не указано иное	31 дек. 2012	31 дек. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	70 087	101 744	-31%
Краткосрочный долг	32 096	59 747	-46%
Долгосрочный долг	37 991	41 997	-9%
Чистый долг	52 568	75 630	-30%
Чистый долг/EBITDA LTM**	0,47x	0,79x	-

*Валовая выручка рассчитана Райффайзенбанком путем добавления экспортных пошлин и акцизов к чистой выручке

**EBITDA за последние 12 месяцев по оценкам Райффайзенбанка

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Татнефть переходит на чистую выручку по МСФО

С переходом на МСФО Татнефть стала отражать выручку как чистую выручку за вычетом пошлин и акцизов, тогда как ранее по US GAAP компания отражала валовую выручку. Валовая выручка рассчитана нами путем добавления экспортных пошлин и акцизов к чистой выручке.

Доходы от продажи нефтепродуктов возросли более чем в два раза на фоне запуска ТАНЕКО

В 2012 г. структура валовой выручки существенно изменилась в связи с началом коммерческой эксплуатации 1-й очереди нефтеперерабатывающего завода ТАНЕКО в Нижнекамске. В прошлом году завод произвел более 7,1 млн тонн нефтепродуктов, переработав около 54 млн барр. нефти, что составляет 29% от объемов добычи Татнефти. Однако глубина переработки пока остается низкой и не позволяет получать дополнительную маржу за счет реализации нефтепродуктов с более высокой добавленной стоимостью. В 2012 г. более 53% от объемов реализации нефтепродуктов пришлось на продажи мазута, печного топлива и прямогонного бензина (нафты). В результате при стабильных ценах на нефть валовая выручка Татнефти изменилась незначительно (+1,7% г./г.), но доля доходов от реализации нефтепродуктов возросла до 30% против 14% в 2011 г. Доля сырой нефти в выручке сократилась с 77% до 60%.

Рост выпуска светлых нефтепродуктов ожидается к концу года

Существенного увеличения роста выпуска светлых нефтепродуктов на 1-й очереди НПЗ стоит ожидать к концу 2013 г. после запуска в коммерческую эксплуатацию установки гидрокрекинга. Татнефть планирует завершить ее строительство во 2 кв. 2013 г. и приступить к тестированию во 2П 2013 г. До этого момента мы не ожидаем дополнительного положительного эффекта от переработки сырой нефти на новом заводе.

Акцизы на печное топливо могут сократить EBITDA на 3,6%

Более того, финансовые результаты могут быть даже несколько хуже, чем в 2012 г., в связи с вводом акцизов на печное топливо с 1 июля 2013 г. (продажи подакцизного печного топлива составили 16% от объема реализации всех нефтепродуктов в 2012 г.). Сумма дополнительных выплат по ним в 2013 г. может составить до 4,3 млрд руб., или 3,6% от EBITDA за 2012 г. Для минимизации дополнительных налоговых расходов Татнефть может попытаться переложить часть затрат на потребителей или переориентировать продажи печного топлива на экспорт.

Рентабельность возросла на фоне рыночной конъюнктуры

Рентабельность Татнефти по показателю EBITDA (из расчета по валовой выручке) увеличилась с 17% в 2011 г. до 19% в 2012 г., а в абсолютном выражении динамика EBITDA существенно опередила рост выручки (+14% против 2% г./г.). Это было обеспечено, на наш взгляд, внешними факторами: увеличением рентабельности экспорта сырой нефти на фоне новой системы налогообложения «60-66-90», а также ослаблением рубля, что привело к повышению средней цены реализации в рублевом эквиваленте. Показатель EBITDA на барр. в долларовом выражении вырос лишь на 7% г./г. до 21 долл./барр. В 2013 г. рыночная конъюнктура может быть менее благоприятна для компании в связи с более высокими экспортными пошлинами, а также более низкой рентабельностью продаж на внутреннем рынке, в т.ч. из-за дополнительных платежей по акцизам на печное топливо.

FCF вырос на 65% г./г.

Мы позитивно оцениваем рост свободного денежного потока Татнефти (+65% г./г.), который произошел благодаря увеличению операционного денежного потока (+17% г./г.) и сокращению капитальных вложений (-6% г./г.). Однако мы ожидаем, что в 2013 г. результаты будут несколько хуже в связи со снижением потока от операционной деятельности и ростом инвестиций. Кроме снижения рентабельности, на денежный поток от операционной деятельности может оказать давление возможное увеличение рабочего капитала на фоне роста запасов после завершения строительства установки гидрокрекинга. Капитальные вложения, по прогнозам менеджмента, возрастут незначительно (до 50-55 млрд руб.). Мы полагаем, что этот показатель может быть несколько выше, если Татнефть примет решение о начале строительства 2-й очереди НПЗ (мощностью 7 млн тонн) в 2013 г.

Капитальные вложения и дивидендные выплаты Татнефть сможет осуществить за счет операционной деятельности

В ходе телеконференции менеджмент компании заявил, что для финансирования капвложений будут частично использоваться средства, накопленные за 2012 г. Также руководство компании заверило, что дивидендные выплаты останутся на прежнем уровне (около 30% от чистой прибыли по РСБУ). Мы полагаем, что дивиденды могут составить около 20 млрд руб. (8,6 руб. на одну акцию каждого типа). Таким образом, компании для финансирования капвложений и выплаты дивидендов в 2013 г. может потребоваться около 70-75 млрд руб. По нашим оценкам, эту сумму компания сможет покрыть за счет операционного денежного потока. Также мы считаем, что рефинансирование краткосрочной задолженности в 2013 г. (около 32 млрд руб.) не вызовет проблем.

ЛОКО-Банк: повысил достаточность капитала за счет ценных бумаг

Заметное повышение прибыльности и повышение достаточности капитала

ЛОКО-Банк (-/B2/B+) опубликовал финансовые результаты по МСФО за 2П и весь 2012 г., которые произвели на нас позитивное впечатление. Рост общего кредитного портфеля во 2П составил 13% (до 45,2 млрд руб.), ускорившись в сравнении с 1П и опередив динамику всего банковского сектора (+9,2%). По данным Интерфакса, на 1 января 2013 г. банк занимал 75-е место среди российских банков по размеру активов. Чистый процентный доход, полученный во 2П, оказался на 18% выше, чем в 1П, что свидетельствует о повышении чистой процентной маржи (по нашим оценкам, она составила 4,8%). Возврат на капитал (ROAE) во 2П вырос на 3 п.п. до 18%, в то время как активы, взвешенные по риску, практически не изменились в абсолютном выражении, что привело к существенному повышению достаточности капитала: показатель CAR T1 увеличился на 1,4 п.п. до 15,4%. На 1 марта 2013 г. показатель N1 составил вполне комфортные для универсального банка 12,75% (на 85 б.п. выше, чем в 1П 2012 г.). Судя по уровню чистой процентной маржи, эффективная ставка ЛОКО-Банка по розничным продуктам вряд ли превышает 25%, вследствие чего планируемое в середине этого года повышение коэффициентов риска по необеспеченным кредитам не окажет сильного давления на достаточность капитала (не более 1,5 п.п. при прочих равных).

Ключевые финансовые показатели ЛОКО-Банка

В млн руб., если не указано иное	31 дек. 2012	30 июня 2012	изм.
Активы, в т.ч.	71 531	58 684	+22%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	45 185	39 918	+13%
розничные	13 730	10 227	+34%
корпоративные	31 456	29 691	+6%
NPL 90+/Кредитный портфель	1,1%	1,0%	+0,1 п.п.
Выпущенные долговые бумаги	10 494	7 063	+49%
Срочные депозиты клиентов	22 241	17 291	+29%
Собственный капитал	8 400	7 622	+10%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	16,2%	15,1%	+1,1 п.п.
ROAA	2,0%	1,9%	+0,1 п.п.
ROAE	16,8%	15,0%	+1,8 п.п.
В млн руб., если не указано иное	2П 2012	1П 2012 г.	изм.
Чистый процентный доход до резервов	1 176	997	+18%
Чистый комиссионный доход	476	336	+42%
Операционные доходы	2 517	2 013	+25%
Чистая прибыль	747	551	+36%

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Розница не снижает обороты

Основной вклад в увеличение кредитного портфеля во 2П 2012 г. внесло розничное кредитование (+34% до 13,73 млрд руб.), прирост которого с начала 2012 г. составил 78%. Корпоративное кредитование продемонстрировало скромную динамику (+5,9% до 31,45 млрд руб.), при этом опережающий рост наблюдался в кредитовании предприятий малого бизнеса (+24%). В результате доля розницы в портфеле повысилась на 4 п.п. до 30%.

Качество на высоте, но есть признаки ухудшения

Качество кредитного портфеля не претерпело существенных изменений: сокращение показателя NPL 90+ в абсолютном выражении на 70 млн руб. до 495 млн руб. (1,1% портфеля) произошло, главным образом, за счет списаний (50 млн руб.). Тем не менее, появились признаки заметного ухудшения качества розничных кредитов: показатель NPL 1-90 увеличился более чем в три раза до 616 млн руб. (~4,5% сегмента). Вызревание этих кредитов может привести к повышению показателя NPL 90+ по всему портфелю до 2,5%, что компенсируется высокой нормой резервирования (3,6% портфеля).

Портфель ценных бумаг сместился в ВВВ и существенно уменьшил нагрузку на капитал

Кардинальное изменение произошло в портфеле ценных бумаг: банк нарастил позицию в корпоративных облигациях инвестиционной категории на 6,7 млрд руб. до 10,72 млрд руб., при этом бумаги с рейтингом ВВ были сокращены на 4,3 млрд руб. до 1,6 млрд руб. Также почти до нуля сократилась позиция в долговых ценных бумаг без рейтинга или с рейтингом не выше В+. В результате, несмотря на увеличение всего портфеля на 2,65 млрд руб. до 14,3 млрд руб., произошло сокращение величины рыночного риска (RWA) на 30% до 7 млрд руб. Показатель RWA по портфелю ценных бумаг снизился с 88% до 49%, что позволило заметно уменьшить нагрузку на капитал. Финансовый рычаг остался почти без изменений: порядка половины всего портфеля финансируется за счет РЕПО.

Доход от переоценки ценных бумаг составил 0,7 млрд руб. (+34% п./п.). Стоит отметить, что портфель ценных бумаг вносит существенный вклад в прибыльность банка: по нашим оценкам, возврат на RWA по нему составляет более 300 б.п., в то время как ROA в целом по банку составляет 260 б.п.

Притока клиентских средств (+6 млрд руб.) оказалось достаточно для финансирования кредитования (+5 млрд руб.). Мы отмечаем, что банк улучшил ликвидную позицию: на горизонте до 3-х месяцев она стала положительной.

Бумаги справедливо оценены, есть лучшие альтернативы

Рублевые облигации ЛОКО-Банка котируются со спредом к суверенной кривой в размере 380 б.п. (в частности, БО-1 предлагают YTM 9,5% @ февраль 2014 г.), что является справедливым для коротких бумаг эмитентов категории В. Альтернативой являются выпуски ТКС Банка (БО-4), предлагающие YTM 10,89% @ апрель 2015 г.

Синергия: фокус на премиальные бренды

Результаты 2П 2012 г. оцениваем позитивно

Синергия (Fitch: B), один из ведущих производителей ликеро-водочной продукции в РФ, опубликовала результаты за 2П 2012 г. по МСФО, которые мы оцениваем умеренно позитивно.

Выручка росла за счет пищевого сегмента...

Во 2П 2012 г. чистая выручка (за вычетом акцизов) повысилась на 2% г./г. до 15,3 млрд руб., что было обусловлено ростом продаж пищевого сегмента компании (+39% г./г. до 2,6 млрд руб., или 17% в выручке) благодаря увеличению объемов производства мяса птицы и повышению цены реализации после модернизации этого бизнеса, а также благоприятной рыночной конъюнктуры.

...а в сегменте алкогольной продукции она снизилась

В то же время выручка ключевого сегмента - алкогольной продукции - снизилась во 2П на 3% г./г. до 12,6 млрд руб. Причиной этого стало сокращение доходов от дистрибуции в абсолютном выражении почти втрое до 1,1 млрд руб. в результате отказа от низкомаржинальных марок сторонних производителей в пользу эксклюзивной дистрибуции импортных премиальных брендов (William Grant & Sons и Camus). При этом выручка от продажи алкогольной продукции собственных брендов выросла на 16% г./г. до 10,7 млрд руб. за счет повышения цен и несмотря на небольшое снижение объемов продаж (-1,6% до 8,1 млн декалитров).

Заметный рост валовой маржи...

Это привело к существенному росту валовой рентабельности во 2П 2012 г. (+7,3 п.п. г./г. до 42%).

...с более медленным ростом маржи по EBITDA

При этом рентабельность по EBITDA повысилась в меньшей степени (+2,4 п.п. до 15,1%) из-за роста расходов на дистрибуцию и маркетинг (+49% г./г.), что было обусловлено несколькими факторами: 1) увеличением масштаба бизнеса и изменением структуры продаж, 2) повышением числа рекламных кампаний в преддверии введения с 2013 г. полного запрета рекламы на алкогольную продукцию, а также 3) частичным учетом в этих расходах скидок, предоставленных основным клиентам компании.

Ключевые финансовые показатели Синергии

в млн руб., если не указано иное	2П 2012	2П 2011	изм.	2012	2011	изм.
Чистая выручка*	15 272	14 994	+2%	26 664	25 213	+6%
Валовая прибыль	6 413	5 200	+23%	11 012	8 938	+23%
Валовая рентабельность	42,0%	34,7%	+7,3 п.п.	41,3%	35,4%	+5,9 п.п.
ЕБИТДА	2 299	1 899	+21%	3 592	3 243	+11%
Рентабельность по EBITDA	15,1%	12,7%	+2,4 п.п.	13,5%	12,9%	+0,6 п.п.
Чистая прибыль	1 201	686	+75%	1 702	1 661	+2%
Чистая рентабельность	7,9%	4,6%	+3,3 п.п.	6,4%	6,6%	-0,2 п.п.
Операционный поток	1 646	-251	-	1 853	-795	-
Инвестиционный поток, в т.ч.	-1 437	-39	+37x	-1 908	-473	+4,0x
Капвложения	-1 446	-336	+4,3x	-1 924	-780	+2,5x
Финансовый поток	-522	395	-	45	-15	-
в млн руб., если не указано иное		31 дек. 2012		30 июня 2012		изм.
Совокупный долг, в т.ч.		6 627		7 166		-7%
Краткосрочный долг		1 663		1 233		+35%
Долгосрочный долг		4 963		5 934		-16%
Чистый долг		5 919		6 146		-4%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM**		1,65x		1,93x		-

*Выручка за вычетом акцизов

**ЕБИТДА за предшествующие соответствующей дате 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Прогнозы компании на 2013 г.	<p>Отметим, что в 1 кв. 2013 г. объемы отгрузки алкогольной продукции Синергии упали на 30% г./г. Это объясняется тем, что клиенты компании совершали закупки в 4 кв. 2012 г. до повышения акцизов (на 33%), которое произошло 1 января 2013 г. Компания ожидает, что объемы продаж в течение 2013 г. будут постепенно расти и по итогам года достигнут уровней 2012 г. При этом (при условии увеличения объемов отгрузки), по прогнозам менеджмента, рентабельность в 2013 г. продолжит улучшаться благодаря повышению компанией цен во 2П 2012 г., а также за счет наращивания объемов высокомаржинальной части дистрибуционного бизнеса. Также в случае благоприятных условий на рынке менеджмент не исключает очередного повышения цен с 1 сентября 2013 г.</p> <p>Среди факторов, оказывающих давление на рентабельность, менеджмент указывает растущую закупочную силу ключевых клиентов - крупных продуктовых розничных сетей, а также рост нелегального алкогольного рынка.</p>
Рост операционного потока за счет работы с оборотным капиталом	<p>Чистый операционный денежный поток Синергии во 2П 2012 г. заметно вырос до 1,6 млрд руб. (-251 млн руб. годом ранее) за счет работы с оборотным капиталом (в основном снижение запасов, меньший рост дебиторской задолженности). В итоге операционного денежного потока по итогам года (1,85 млрд руб.) было практически достаточно для финансирования капвложений (1,9 млрд руб.).</p>
В 2013 г. капзатраты снизятся	<p>Отметим, что капвложения в 2012 г. существенно выросли (+2,5х г./г.), превысив прогноз компании (1-1,2 млрд руб.), что было обусловлено завершающим этапом модернизации в пищевом сегменте (~700 млн руб.), около 1 млрд руб. было направлено на ключевой алкогольный бизнес - строительство складских мощностей и логистику. В 2013 г. в связи с завершением модернизации в пищевом сегменте капзатраты планируется снизить до 1 млрд руб.</p>
Долговая нагрузка - на комфортном уровне 1,65х	<p>Напомним, что в 1П 2012 г. произошло увеличение долга на 1,6 млрд руб., из них 1 млрд руб. было направлено на выкуп собственных акций. За 2П 2012 г. общий долг снизился на 7% до 6,6 млрд руб. за счет его частичного погашения, краткосрочная часть составила 25%, на 40% она покрывается накопленными денежными средствами. Долговая нагрузка (Чистый долг/ЕБИТДА) остается комфортной: по итогам года она снизилась до 1,65х (с 1,9х на середину 2012 г.).</p> <p>Находящиеся в обращении облигации эмитента низколиквидны и предлагают доходность YTW 9,0-9,5%, что выглядит дорого для эмитентов категории В.</p>

Соллерс: заметные успехи в 2012 г.

Позитивные результаты за 2012 г.	<p>Вчера Соллерс опубликовал финансовую отчетность по МСФО за 2012 г., которую мы оцениваем позитивно: тенденция к улучшению операционных показателей и снижению долговой нагрузки сохраняется. Рентабельность по ЕБИТДА увеличилась до 11,7% в 2012 г. (9,0% в 2011 г.). Чистый долг/ЕБИТДА опустился до 1,03х.</p>
Компания запустила новые СП Mazda-Sollers и Sollers-Bussan	<p>Компания продолжает развивать совместные проекты с крупнейшими мировыми автопроизводителями. Совместное предприятие компании с Ford (50%/50%), организованное в октябре 2011 г., продемонстрировало сильные результаты по итогам года: выручка составила 91 млрд руб., операционная прибыль - 3,2 млрд руб., чистая прибыль - 2 млрд руб. В 2012 г. Соллерс учредил СП с Mazda Motor Co (производство автомобилей Mazda началось в сентябре 2012 г.) и Mitsui&Co (Sollers-Bussan, выпуск автомобилей Toyota во Владивостоке; производство запущено в феврале 2013 г.). Компания внесла в капитал СП Mazda-Sollers и Sollers-Bussan, соответственно, 750 млн руб. и 65 млн руб.</p>
Производство а/м Isuzu теперь также осуществляется в рамках СП	<p>Производство грузовых автомобилей Isuzu теперь также осуществляется в рамках совместного предприятия (СП) Sollers-Isuzu на мощностях УАЗа (в августе 2012 г. Соллерс продал партнерам 16% акций ЗАО Соллерс-Исузу).</p> <p>Напомним, что инвестиции в СП отражаются по equity-методу: в активах они учитываются как "инвестиции в совместные предприятия", а в отчете о прибылях и убытках - как "доходы от участия в связанных компаниях и СП" в размере 50% от чистой прибыли СП. Дальнейшее финансирование СП с Ford, Mazda и Toyota планируется в основном за счет заемных средств (без права обращения взыскания на Соллерс), соответственно, привлечение долга на СП не увеличивает долговую нагрузку Соллерс.</p>

Продажи SsangYong увеличились на 32%, заметно опередив рынок

Собственные бренды компании теперь включают в себя УАЗ и SsangYong. По сравнению с 2011 г. продажи УАЗ увеличились на 10%, продемонстрировав более сильную динамику во 2П 2012 г. Реализация а/м SsangYong выросла на впечатляющие 32% г./г., заметно опережая темпы роста рынка. По данным АЕВ, за 2012 г. продажи легковых автомобилей в России (включая LCV, легкие коммерческие а/м) увеличились на 11% г./г. до 2,94 млн ед., демонстрируя заметное замедление по сравнению с 2011 г., когда темп роста рынка составил 39%.

Общий объем продаж а/м Соллерс составил 109 тыс. ед., снизившись на 9% преимущественно в связи с прекращением сотрудничества с FIAT в 2012 г. (в 2011 г. продажи а/м этой марки составили 29,8 тыс. шт.). Это стало основной причиной снижения выручки компании в 2012 г. на 6% г./г.

Ключевые финансовые показатели Соллерс

в млн руб., если не указано иное	2012	2011	изм.
Выручка	65 549	69 531	-6%
Валовая прибыль	14 074	12 212	+15%
Валовая рентабельность	21,5%	17,6%	+3,9 п.п.
ЕБИТДА	7 652	6 269	+22%
Рентабельность по ЕБИТДА	11,7%	9,0%	+2,7 п.п.
Чистая прибыль	5 881	4 694	+25%
Операционный поток	6 434	4 017	+60%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-687	3 886	н/а
Капвложения	-969	-1 220	-21%
Финансовый поток	-6 144	-8 035	-24%

в млн руб., если не указано иное	31 дек.12	31 дек.11	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	10 440	16 834	-38%
Краткосрочный долг	6 698	10 983	-39%
Долгосрочный долг	3 742	5 851	-36%
Чистый долг	7 880	13 877	-43%
Чистый долг/ЕБИТДА	1,03x	2,21x	-

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

ЕБИТДА увеличилась на 22%

Отказ от продаж низкомаржинальных моделей а/м вкупе с программой оптимизации затрат позволили увеличить показатель ЕБИТДА на 22% до 7,6 млрд руб.

Долговая нагрузка снизилась до 1,03x в терминах Чистый долг/ЕБИТДА

Операционный денежный поток компании заметно вырос (+60% г./г.) благодаря как более сильным результатам операционной деятельности в 2012 г., так и уменьшению инвестиций в оборотный капитал. При этом, как и ожидалось, Соллерс значительно сократил капвложения (приобретение основных средств и оборудования). В 2012 г. они составили всего 917 млн руб. (-21% г./г.). За счет значительного свободного денежного потока компания погасила долг на 6,4 млрд руб.

Компания возобновляет выплату дивидендов

По сообщению Интерфакс, менеджмент компании планирует рекомендовать акционерам направить на выплату дивидендов по результатам 2012 г. 30% от чистой прибыли, что составляет порядка 1,76 млрд руб. (последний раз дивиденды выплачивались за 1П 2008 г.). Данные выплаты полностью покрываются запасом денежных средств и эквивалентов на балансе в 2,6 млрд руб.

На конец 2012 г. краткосрочный долг Соллерс составлял 6,7 млрд руб. В апреле и июле 2013 г. погашаются обращающиеся выпуски облигаций (в обращении - 3,2 млрд руб., по данным на конец 2012 г.). Согласно комментариям руководства, открытые подтвержденные кредитные линии позволят полностью покрыть нужды компании в рефинансировании. Кроме того, у компании зарегистрированы выпуски биржевых облигаций общим номиналом 7 млрд руб.

Облигации Соллерс-2, котирующиеся на уровне YTM 7,8-8,25% @ июль 2013 г., являются неплохой возможностью для размещения ликвидности на короткий срок (для сравнения ROISfix на 3 месяца составляет 6,0% годовых).

Список покрываемых эмитентов

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

Нефтегазовая отрасль

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

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово
О'Кей	

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	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

Прочие

АФК Система

КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк
КБ Ренессанс Капитал	РСХБ
ЛОКО-Банк	Сбербанк
МКБ	ТКС Банк
НОМОС Банк	ХКФ Банк
ОТП Банк	

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика февраля: "пациент" скорее жив...

Платежный баланс

Отток капитала в январе мог составить 8-10 млрд долл.

Инфляция

Инфляцию подогрели алкоголь и сигареты

Валютный рынок

Курс рубля в 1 кв. 2013 г.: в ожидании дальнейшего укрепления

Курс рубля «пустился в бега»

Монетарная политика ЦБ

Решение ЦБ по ставкам: медлить нельзя понизить

Заседание ЦБ обошлось без сюрпризов

Вечная дилемма ЦБ, или как не поддаваться искушению

Э. Набиуллина была выдвинута на пост главы ЦБ: сюрприз с оттенком консервативности

Рынок облигаций

ОФЗ: продать сейчас или попробовать сыграть в рулетку?

ОФЗ "отстрелялись" - на очереди 1-й эшелон

Case-study: где выше прибыльность - в ОФЗ или 1-м эшелоне?

Промышленность

Промышленность перешла в отступление?

Внешняя торговля

Рост импорта из стран дальнего зарубежья остается сдержанным

Ликвидность

Новый штурм 2-триллионных высот РЕПО намечен на апрель?

Конвертация трансферта в Резервный фонд — новый канал ликвидности от Минфина?

ЦБ РФ: реформа рефинансирования

Бюджет

Бюджетная анти-диета

Долговая политика

Комфортный план Минфина по заимствованию

Банковский сектор

Новые меры ЦБ РФ по ограничению роста потребкредитов в борьбе за их качество

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
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
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.