

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

ИжАвто: KIA без СОКа – деньги на ветер

Отсутствие консолидированной отчетности ограничивает возможности для присвоения точной рейтинговой оценки в соответствии с методикой Банка ЗЕНИТ второму среди российских автопроизводителей – ОАО «ИжАвто». Данные отчетности эмитента по РСБУ за 1 полугодие 2005 г. свидетельствуют о крайне низкой норме прибыли и о значительном долгом бремени: денежный поток, генерируемый компанией, не адекватен сумме финансовых обязательств.

Негативный эффект падения спроса на автомобили марки «ИЖ» эмитент намерен нивелировать, развивая сборочное производство автомобилей KIA Spectra при поддержке материнской компании Группа «СОК». Пробная партия из нескольких сотен авто была выпущена в прошлом году, официально проект стартовал в августе текущего года. План выпуска на 2005 г. составляет 8 тыс. а/м, с увеличением до 40 тыс. а/м в год к 2007 г. Кроме того, по заявлениям менеджмента, в ближайшей перспективе ожидается расширение модельного ряда собираемых в Ижевске KIA.

Соглашение ОАО «ИжАвто» с МЭРТ о льготном налогообложении импортных комплектующих способствует формированию ценового преимущества и создает предпосылки для роста рентабельности. Вместе с тем, финансовое положение компании в значительной мере зависит от успешного продвижения продукции сборочного производства.

Оценивая доходность облигаций ОАО «ИжАвто», мы полагаем, что справедливый спрэд к облигациям материнской компании «СОК-Автокомпонент» должен составлять не менее 50 б.п. - 75 б.п.

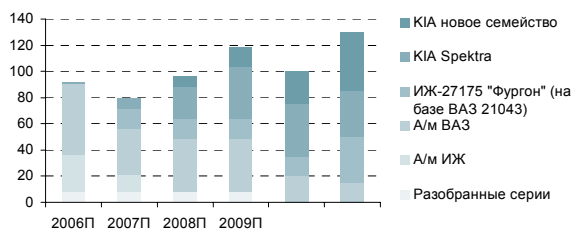
Изменение потребительских предпочтений и смещение спроса в сегмент легковых автомобилей иностранных марок, в том числе и отечественной сборки, в значительной мере повлияло на деятельность второго среди российских производителей легковых автомобилей – ОАО «Ижавто». По сравнению с прошлым годом у компании самые высокие среди отечественных автопроизводителей темпы сокращения объемов выпуска и падения продаж.

Динамика производства и продаж российских автозаводов
(изменение в % к уровню 2004 г.)

	январь-апрель 2005		январь-июнь 2005	
	выпуск	продажи	выпуск	продажи
АвтоВаз	-4%	-10%	-4%	-7%
ИжАвто	-39%	-46%	-56%	-32%
ГАЗ	-27%	-27%	-33%	-29%
ЗМА	-12%	-8%	-15%	н/д
Рослада	н/д	н/д	115%	н/д
УАЗ	н/д	н/д	-31%	н/д
СеАЗ	н/д	-10%	-17%	н/д

Источник: АСМ-Холдинг, данные компаний

Структура выпуска ОАО «Ижавто», тыс. шт.



Источник: Данные компании

Восстанавливать утраченные масштабы деятельности ИжАвто намерен, развивая на производственных мощностях мелкоузловую сборку автомобилей марки KIA Spectra. Соглашение между Группой СОК, контролирующей ИжАвто, и корпорацией KIA Motors об организации такого производства было подписано осенью 2003 г. Одной из главных причин столь затяжного процесса подготовки стала проходившая параллельно разработка нормативной базы, регулирующей развитие отечественного автопрома в условиях крайне низкой его конкурентоспособности перед иномарками. Принятые в течение 2005 г. положения о про-

Финансовые показатели ОАО «ИжАвто», млн. руб.

	2004	1 п. 2005
Активы	6 588	8 176
Долг	3 343	3 808
Выручка	10 421	3 929
ЕБИТ	465	252
ЕБИТ margin	4,5%	6,4%
Debt ratio	51%	47%
Leverage ratio	85%	83%
Total debt/ЕБИТ	7	8

Источник: отчетность по РСБУ, расчеты Банка ЗЕНИТ

мышленной сборке предполагают заключение соглашения с МЭРТ о льготном налогообложении определенного списка ввозимых автокомпонентов. В августе текущего года Ижавто первым среди российских автозаводов заключил подобное соглашение, согласно которому компания получила льготный таможенный тариф на ввозимые компоненты, предназначенные для промсборки сроком на 7 лет. Вместе с тем, ИЖАвто обязуется создать мощности для производства не менее 25 тыс. KIA Spectra в год, а также довести уровень локализации производства до 30%: 10% - в первый год, 10% - через 3.5 года и 10% - к концу срока действия соглашения. Таким образом, компания располагает достаточным сроком и широкими возможностями для формирования собственной базы комплектующих, отвечающей высоким техническим и технологическим стандартам. Велика вероятность, что плацдармом для организации данного производства выступят производственные активы Группы СОК.

По проекту KIA Spectra была создана конвейерная линия, включающая линии сварки, окраски и сборки, для оснащения которой Группой СОК при участии ИЖАвто было закуплено в лизинг технологическое оборудование, обладающее возможностью перенастройки на другие модели. По оценкам компании, общая сумма затрат на проект составляет более 63 млн. долл., из которых около 34% - это долевое участие ИЖАвто. Срок окупаемости проекта, по оценкам компании, составляет около 4 лет.

Ижевский производственный комплекс имеет все необходимые предпосылки для организации сборочного производства: максимальная мощность завода составляет 220 тыс. авто в год, что при существующей стратегии постепенного вывода с производства моделей семейства ИЖ, а также ВАЗ-2104 и ВАЗ-2106 позволяет наращивать объемы выпуска KIA. Амбициозные, на первый взгляд, планы по производству находят вполне логичное объяснение: азиатские автомобили благодаря своей приемлемой цене составляют основу продаж иномарок в России, при этом семейство KIA с момента появления на российском рынке продолжает оставаться в первой десятке самых покупаемых иномарок. Не стоит исключать также тот факт, что ИЖАвто вполне может стать своего рода плацдармом для расширения поставок KIA в СНГ и Восточную Европу.

Позиционирование KIA Spectra в самом конкурентном ценовом сегменте авторынка от 10 тыс. долл. до 15 тыс. долл. выступает одним из главных операционных рисков эмитента. Рекомендуемая розничная цена новой модели в зависимости от комплектации составляет от 11.5 до 14.5 тыс. долл. В этом же ценовом сегменте представлена основная часть новинок 2005 г., в частности Ford Focus второго поколения и Renault Logan сборки завода «Автофрамос», а также лидеры продаж – Daewoo Nexia (за 6 мес. 2005 г. продано 19.5 тыс. а/м) и Hyundai Accent (17.8 тыс. а/м). С одной стороны, слишком высока зависимость прибыльности ИЖАвто от успеха реализации данного проекта. С другой – определенный оптимизм вселяют масштабы существующей дилерской сети Ижавто. Кроме того, продвижение автомобиля Spectra на российском рынке будет организовано через дилеров компании SOKIA - официального дистрибьютора KIA Motors в России, входящего в Группу СОК. Также для увеличения продаж новых автомобилей будут широко использоваться получившие распространение инструменты потребительского кредитования и лизинга.

Оценка финансового состояния

Падение выручки ОАО «Ижавто» в первом полугодии 2005 года на 32% по сравнению с аналогичным показателем прошлого года в значительной мере пошатнуло и без того достаточно зыбкое финансовое положение компании. Если год назад оборот компании за 6 месяцев приближался к 5.8 млрд. руб., то в текущем году он незначительно превысил 3.9 млрд. руб. Под давлением возросших затрат, относимых на себестоимость, к которым можно отнести расходы на установку и монтаж нового оборудования, лизинговые платежи и т. п., валовая прибыль сократилась в 3.5 раза – с 862.3 млн. руб. до 248.1 млн. руб. При этом в условиях, когда уровень коммерческих издержек в выручке остался неизменным, масштабы падения прибыли от продаж оказались на порядок выше: она сократилась практически до нуля – с 425.8 млн. руб. до 12.6 млн. руб.

Уровень рентабельности продаж, который ОАО «Ижавто» демонстрировало по итогам первого полугодия прошлого года (7.3%) и даже тот, который был по итогам 2004 г. в целом (5%), в настоящее время является чем-то недостижимо далеким. Продажи первых 6 месяцев текущего года позволили компании лишь перешагнуть порог безубыточности – норма прибыли составила чуть более 0.3%.

Текущий уровень долговой нагрузки компании в условиях столь низкой рентабельности выглядит непосильным бременем, поскольку генерируемый компанией денежный поток совершенно не адекватен общей сумме обязательств по кредитам и займам, которая по состоянию на 30.06.2005 г. составляла 3.8 млрд. руб. При этом более 57% обязательств носят краткосрочный характер, что подчеркивает существующий риск рефинансирования части долга. Debt ratio на отчетную дату (30.06.2005 г.) составлял 47%, общий уровень леввериджа приблизился к отметке 87%.

Инвестиционные вложения проекта KIA Spectra, тыс. долл.

Направление затрат	Всего	вклад ИЖАвто
Сварочный комплекс	11 568	4 258
Окрасочный комплекс	41 105	13 137
Сборочно-испытательный комплекс	10 687	4 087
ИТОГО	63 360	21 482

Источник: Данные компании

Объемы продаж иномарок в России (январь-июнь), тыс. а/м

Марка	2005	2004	в % к 2004
Hyundai	42,43	18,22	232,9%
Chevrolet*	30,54	0,56	5424,5%
Toyota	29,80	19,40	153,6%
Daewoo	28,90	15,95	181,1%
Mitsubishi	24,73	12,21	202,5%
Nissan	19,80	10,32	191,9%
Ford	18,81	16,57	113,5%
Renault	10,50	7,31	143,7%
Kia	9,70	9,90	98,0%
Mazda	8,06	2,59	311,2%

*Включая продажи Niva и Viva

Источник: Данные компаний

Оценка финансовых показателей ОАО «Ижавто»

	2003		2004		1 пг 2005	
	К	Оценка	К	Оценка	К	Оценка
*** Структура капитала ***						
Leverage ratio	0,84	0,00	0,85	0,00	0,83	0,00
Debt ratio	0,52	0,00	0,51	0,00	0,47	0,00
Current ratio	1,20	1,79	1,00	1,02	1,05	1,20
Cash ratio	0,00	0,00	0,00	0,00	0,05	0,48
*** Рентабельность ***						
Net Margin	0,1%	0,15	1,3%	0,45	0,3%	0,21
EBIT Margin	0,3%	0,00	4,5%	0,00	6,4%	0,00
Operating Margin	0,9%	0,00	4,8%	0,00	0,3%	0,00
*** Адекватность денежных потоков ***						
Total debt/EBIT	123,92	0,00	7,19	0,00	7,56	0,00
CFO/Total debt	-	-	-	-	-	-
EBIT interest coverage	-	-	1,85	0,97	1,08	0,78
*** Динамика финансовых показателей ***						
Динамика выручки	1,28	3,00	0,30	3,00	-0,32	0,00
Динамика прибыли	57,33	3,00	5,89	3,00	-0,97	0,00
Оценка надежности		0,19		0,24		0,27

Источник: Отчетность по РСБУ, расчеты Банка ЗЕНИТ

Оценка финансового состояния ОАО «Ижавто», на основе данных отчетности по РСБУ за 1 полугодие 2005 г., в соответствии с методикой Банка ЗЕНИТ составляет 0.27 и предполагает позиционирование данного эмитента в группе высокого риска. Вместе с тем, мы подтверждаем, что данная оценка не является точной. Часть денежных потоков отражается в отчетности аффилированных структур, входящих в состав Ижевского автопроизводственного комплекса, и оценить их в условиях отсутствия консолидированной отчетности крайне сложно. Кроме того, необходимо учитывать существующую тесную взаимосвязь между компаниями в составе материнского холдинга Группа «СОК». Например, часть продаж продукции ИжАвто осуществляется через дилерскую сеть Группы «СОК», реализация авто семейства KIA также будет проходить через структуру, входящую в состав Группы. Таким образом, происходит смещение центра прибыли в сторону материнской компании. В связи с этим, мы выделяем в числе наиболее весомых рисков эмитента непрозрачность денежных потоков обозначенных выше компаний, что, в свою очередь, зачастую искажает реальное положение дел.

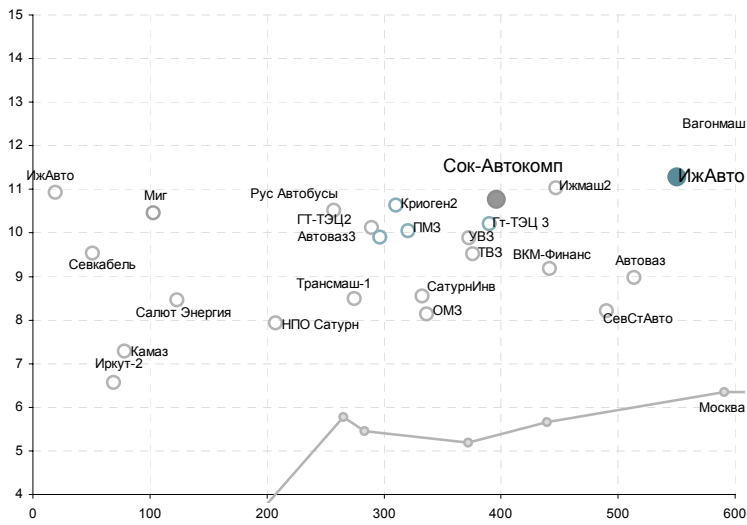
Мы полагаем, что в течение второй половины текущего года ОАО «ИжАвто» вряд ли сможет восстановить утраченную финансовую устойчивость и вернуться к рентабельности 2004 г., поскольку, во-первых, сам эмитент ожидает дальнейшего падения продаж автомобилей марки ИЖ, и, во-вторых, эффект реализации первого этапа проекта KIA Spectra является недостаточным противовесом в сложившейся ситуации – продажи новых машин начнутся только в октябре. Реализовать существующие позитивные предпосылки проекта KIA в полной мере эмитент сможет не ранее чем через год-два, в том числе и благодаря расширению локализации производства комплектующих. В связи с этим текущее финансовое положение эмитента вкуче с высокой зависимостью от успеха нового проекта в условиях сворачивания основного производства должно находить адекватное отражение в доходности.

Позиционирование выпуска

Накануне оферты, которая должна состояться 14 сентября 2005 г., облигации ОАО «ИжАвто» торгуются с доходностью 10.93% годовых. Объявление в ближайшее время купона на оставшийся срок обращения позволит позиционировать бумаги с дюрацией 1.5 года. При оценке доходности облигаций ОАО «ИжАвто», мы полагаем, что в качестве базы необходимо рассматривать облигации материнской компании Группы «СОК», которая определяет стратегию развития ИжАвто, контролирует значительную часть денежных потоков эмитента, а также может оказать поддержку в случае острой необходимости в финансировании.

Текущая доходность по облигациям СОКа к оферте составляет 10.78% годовых, что является, на наш взгляд, вполне адекватным уровнем, компенсирующим непрозрачность, отсутствие юридически оформленной структуры и консолидированной отчетности. Мы полагаем, что справедливый спред облигаций ИжАвто к облигациям материнской компании «СОК-Автокомпонент» с учетом разницы в дюрации должен составлять не менее 50 б.п.-75 б.п.

Кривая доходности предприятий машиностроения



Источник: Банк ЗЕНИТ

Ольга Ефремова
o.efremova@zenit.ru

Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
 тел. 7 095 937 07 37, факс 7 095 937 07 36
 WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента	Вадим Соломахин	vadim@zenit.ru
Управление продаж		sales@zenit.ru
Начальник управления	Константин Поспелов	konstantin.pospelov@zenit.ru
Еврооблигации	Владислав Григорьев	v.grigoriev@zenit.ru
Рублевые облигации	Алексей Третьяков	a.tretyakov@zenit.ru
Рублевые облигации	Роман Попов	r.popov@zenit.ru
Акции	Игорь Чемолосов	i.chemolosov@zenit.ru
Брокерское обслуживание	Тимур Мухаметшин	t.mukhametshin@zenit.ru
Конверсионные операции	Алексей Воробьев	a.vorobiev@zenit.ru
Аналитическое управление	Акции	research@zenit.ru
	Облигации	firesearch@zenit.ru
Рублевые облигации	Яков Яковлев	y.yakovlev@zenit.ru
Еврооблигации	Александр Доткин	a.dotkin@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Ольга Ефремова	o.efremova@zenit.ru
Акции	Евгений Суворов	e.suorov@zenit.ru
Акции	Мария Сулима	m.sulima@zenit.ru
Акции	Дмитрий Лукашов	d.lukashov@zenit.ru
Управление доверительного управления активами		
Начальник управления	Сергей Матюшин	s.matyushin@zenit.ru
Управление валютно-финансовых операций		gko@zenit.ru
Начальник управления	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Управление организации долгового финансирования		ibcm@zenit.ru
Начальник управления	Роман Пивков	roman.pivkov@zenit.ru
Управление корпоративного финансирования		
Начальник управления	Максим Васин	vasin@zenit.ru

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2004 Банк ЗЕНИТ.