



КРЕДИТНЫЙ ОБЗОР

ИНКОМ-АВТО – С ВЕТЕРКОМ

Инком-Авто является одним из крупнейших розничных операторов автомобильного рынка по продаже автомобилей эконом-класса

Быстрый рост российского рынка продаж автомобилей и нехватка автомобилей практически всех ходовых марок вынуждает дилеров предоплачивать квоты на поставку машин, что вместе с затратами на развитие сети является основной статьей затрат в автомобильном бизнесе

Инком-Авто первой из автодилеров решила использовать рынок облигаций для финансирования оборотного капитала и инвестиционных проектов. Первый выпуск объемом 700 млн руб. был размещен в 2004г. и был хорошо принят инвесторами. Сейчас Инком-Авто выходит на рынок со вторым займом объемом 1,4 млрд руб.

Сравнивая Инком-Авто с группой компаний сектора розничной торговли, таких как Виктория, Мир и Матрица, мы считаем, что справедливый уровень доходности выпуска Инком-Лада-2 к годовой оферте должен установиться на уровне 10,75-11,25%.

Положительные факторы кредитного качества эмитента

- Ведущие позиции в сегменте продаж машин эконом-класса
- Быстрый рост продаж в абсолютном и денежном выражении
- Большие перспективы роста в регионах
- Увеличение прозрачности компании и подготовка к переходу к отчетности, составляемой согласно международным стандартам

Факторы, ограничивающие кредитное качество эмитента

- Затраты на развитие сети ограничивают рентабельность бизнеса
- Нехватка машин на российском рынке вынуждает дилеров заранее оплачивать квоты на поставки, и финансировать запасы за счет рабочего капитала

Профиль Эмитента

ООО «Инком-Лада» (далее «Инком-Лада», или «Эмитент») является основной операционной компанией Группы «Инком-Авто» (далее «Компания» и «Группа»), которая в свою очередь является одним из крупнейших розничных операторов автомобильного рынка.

Инком-Авто является официальным дилером отечественных и зарубежных производителей: Daewoo, Hyundai, Kia, Renault, Ford, Chery, АвтоВАЗ, ГАЗ. Также в автосалонах Компании представлен большой выбор автомобилей с пробегом.

Сеть продаж Инком-Авто состоит из 9 мультибрендовых автосалонов и 8 центров сервисного обслуживания в Москве, автоцентра Kia, Daewoo, Hyundai в Санкт-Петербурге и дилерского центра Ford в Саратове. На конец 2005г. общая площадь торговых площадей

Инком-Лада-2 '10

Дата размещения	февраль 2006 г.
Эмитент	ООО «Инком-Лада»
Поручители	ООО «Автокредит», ООО «Регби»
Объем выпуска	1,4 млрд руб.
Срок обращения	4 года
Купон	квартальный, 1-4 купоны - определяются на конкурсе, 5-16 купоны - определяются эмитентом
Оферта	через 1 год по цене 100%
Организатор и Андеррайтер	ФК «УРАЛСИБ»

Основные финансовые показатели Инком-Авто

млн руб.	2003	2004	6М 2005	9М 2005
Выручка	4 895	8 002	5 332	8 100
EBITDA	300	413	193	371
Норма EBITDA	6,1%	5,2%	3,6%	4,6%
Суммарные активы	1 156	2 240	2 091	2 319
Собств капитал	391	790	822	901
Общий долг	572	1 250	1 219	1 388
Долг/Капитал	59,4%	61,3%	59,7%	60,6%
Долг/Активы	49,5%	55,8%	58,3%	59,8%
Долг/EBITDA	1,9	3,0	3,2	2,8
EBITDA/Проценты	4,1	2,1	1,3	1,9

Источник: Инком-Авто, оценка УРАЛСИБ Кэпитал



Компании составила порядка 85 тыс. м².

В 2005г. Инком-Авто реализовала 37,7 тыс. автомобилей, что на 19% превышает показатель предыдущего года. В 2006г. Компания планирует сохранить темпы развития и довести объем реализации до 45 тыс. автомобилей.

Положение и планы Группы на рынке

Продажи новых автомобилей производятся через официальных дилеров, обладающих правом продажи автомобилей на четко зафиксированной территории. Количество дилеров регулируется производителями, что ограничивает конкуренцию на рынке и создает для ведущих дилеров стабильные условия ведения бизнеса.

На настоящий момент Группа Инком-Авто занимает лидирующие позиции в сегменте машин эконом-класса, занимая по всем продаваемым маркам первое или второе место:

- 1-е место по продажам Daewoo (доля рынка 24%);
- 2-е место по продажам Kia (калининградской сборки) (18% рынка);
- 2-е место по продажам Hyundai (TagA3) (12% рынка);
- 2-е место по продажам Lada (8% рынка);
- 2-е место по продажам ГАЗ (18% рынка);
- 3-е место по продажам Renault (11% рынка)

Исключение составляет только марка Ford, дилерство по которой было получено Группой лишь недавно.

В планах Компании к 2007г. выйти на первое место в Москве по продажам автомобилей Daewoo, Kia, Hyundai, Renault, Lada, ГАЗ, а также получить официальное дилерство и начать продажи машин более высокой ценовой категории.

В рамках программы развития на период 2006-2007гг. Инком-Авто планирует:

- открытие 6 автоцентров в Москве общей площадью 35 тыс. м²;
- открытие 5-7 автоцентров в регионах общей площадью 8-10 тыс. м²;
- открытие 3 новых технических центров.

Корпоративная структура и структура собственности

Юридически Группа компаний Инком-Авто представляет собой холдинговую структуру во главе с ОАО «Холдинг Инком Авто», исполняющим функцию управляющей компании и 22 операционных компаний. ООО «Инком-Лада» является субхолдинговой компанией и консолидирует большинство предприятий Группы (14 из 22).

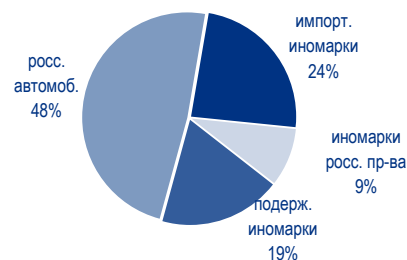
Конечным бенефициаром ОАО «Холдинг Инком Авто» является г-н Козловский Д.А.

В отличие от структуры Группы при размещении первого облигационного займа, юридическая структура группы построена на прямом владении и позволяет консолидировать результаты всех операционных компаний Группы при подготовке консолидированной отчетности.

Выпуск компании на рынке

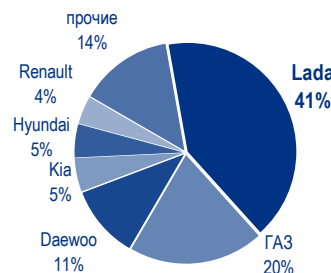
Первый выпуск компании Инком-Лада-1 объемом 700 млн руб. был размещен в октябре 2004г., доходность на аукционе к 2-летней

Структура российского рынка легковых автомобилей в 2005г.



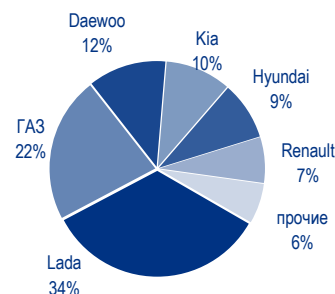
Источник: публикации СМИ

Структура продаж автомобилей по производителям в 2005 г.



Источник: Инком-Авто

Структура продаж в 2005 г. в денежном выражении



Источник: Инком-Авто



оферте составила 18,12% годовых. Выпуск был хорошо принят инвесторами, и цена на вторичном рынке непрерывно росла, опережая общий рост рынка, что определялось хорошим кредитным качеством компании и маленьким объемом выпуска. На момент выпуска данного обзора доходность выпуска Инком-Лада-1 на рынке составляет 10,46% годовых (цена 105,2).

Краткий финансовый обзор

Инком-Авто подготавливает консолидированную управленческую отчетность по результатам операций всей Группы. Несмотря на то, что данная отчетность не является аудированной, на наш взгляд, она наиболее полно отражает финансовые результаты деятельности Группы и наш дальнейший анализ основывается на этой отчетности.

2004г.: В 2004г. выручка Компании выросла на 63% до 8,0 млрд руб. в сравнении с 4,9 млрд руб. в 2003г. Показатель Ebitda в абсолютном выражении вырос с 300 млн руб. в 2003г. до 413 млн руб. в 2004г., но норма Ebitda, отражая увеличение конкуренции и затраты на увеличение розничной сети, несколько уменьшилась – с 6,1% в 2003г. до 5,2% в 2004г.

9 мес. 2005г.: За первые девять месяцев 2005г. выручка компании выросла до 8,1 млрд руб. или около 35% в сравнении с аналогичным периодом прошлого года. Однако, увеличение расходов на открытие новых точек продаж и маркетинговых расходов оказали давление на рентабельность. Показатель Ebitda составил 371 млн руб., а норма Ebitda снизилась до 4,6% – ниже показателей за полный 2004г., но лучше промежуточных результатов за 3 и 6 мес. 2005г. Мы оцениваем снижение рентабельности как вполне объяснимое на фоне затрат компании на развитие сети продаж и маркетинговых расходов, связанных с созданием бренда компании.

Долговая нагрузка

В результате роста абсолютного объема долга в 2004г. долговая нагрузка Компании увеличилась, но находилась на умеренном уровне. Так, на конец 2004г. соотношение Долг/Ebitda составило 3,03х по сравнению с 1,91х в 2003г. Коэффициент покрытия процентных расходов Ebitda/процентные расходы уменьшился с 4,11х в 2003г. до 2,08х в 2004г.

9 мес. 2005г.: Несмотря на увеличение долга, составившего на конец 3 кв. 2005г. 1,388 млрд руб., основные кредитные показатели претерпели незначительное изменение. Долг/Ebitda улучшился до 2,80х, а Ebitda/процентные расходы установился на уровне 1,89х.

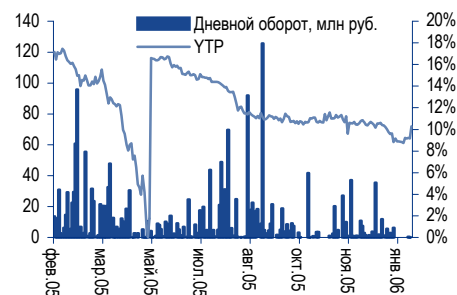
Основное положительное изменение произошло в структуре долга Компании. Если на конец 2004г. доля долгосрочного долга в общем объеме долга составляла лишь 9%, то на конец 9 мес. 2005г., доля долгосрочных долгов выросла до 53%, что улучшает структуру пассивов компании.

Прайсинг выпуска

На наш взгляд, выпуск Инком-Лада-2 можно сравнивать с облигациями компаний розничной торговли, такими как сеть продаж электроники Мир и сети супермаркетов Виктория и Матрица. Все перечисленные компании предоставляют управленческую консолидированную отчетность и их показатели во многом совпадают.

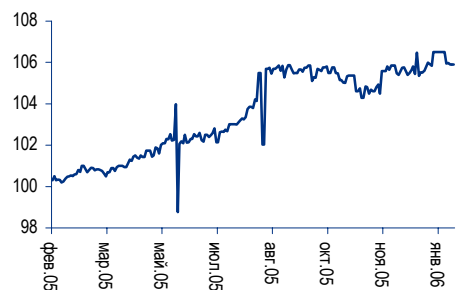
По показателям кредитной статистики и показателям бизнес-риска, компания Инком-Авто уступает Виктории, но обладает более высоким кредитным качеством в сравнении с выпусками Мир и Матрица. Исходя из доходности выпусков розничного сегмента, сложившихся на рынке, мы считаем, что справедливый уровень

Доходность и дневные обороты выпуска Инком-Лада-1



Источник: ММВБ, Уралсиб Кэпитал

Цена выпуска Инком-Лада-1



Источник: ММВБ, Уралсиб Кэпитал

Инком-Авто в сравнении с другими ритейлерами

млн руб. (РСБУ)	Виктория (9М 05)	Инком-Авто* (9М 05)	Матрица (6М 05)	Мир* (6М 05)
Выручка	11 134	8 100	1 761	4 332
EBIT	557,6	325,8	167,8	203,5
EBITDA	699,4	371,2	167,8	238,1
Норма EBIT	5,0%	4,0%	9,5%	4,7%
Норма EBITDA	6,3%	4,6%	9,5%	5,5%
Суммарные активы	3 057	2 319	3 049	3 757
Собств капитал	1 188	901	2 010	1 544
Общий долг	1 869	1 388	670	1 753
Долг/Капитал	61,1%	60,6%	25,0%	53,2%
Долг/Активы	61,1%	59,8%	22,0%	46,7%
Долг/EBITDA	2,0	2,8	2,0	3,7
Долг/EBIT	2,5	3,2	2,0	4,3
EBITDA/Проценты	отр	1,9	3,7	2,1
EBIT/Проценты	отр	1,7	3,7	1,8

Источники: данные компаний, оценка УРАЛСИБ Кэпитал

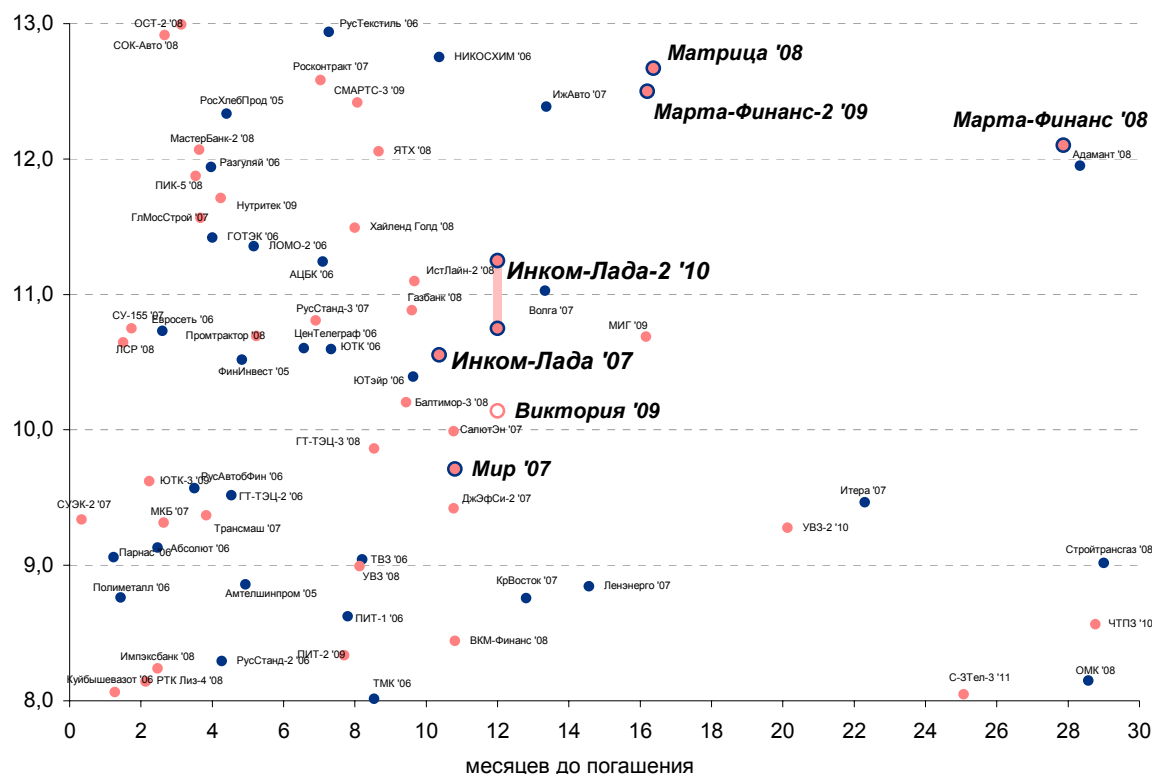
* Управленческая отчетность



доходности выпуска Инком-Лада-2 к годовой ofercie должен составить 10,75%-11,25%, на котором бумага будет привлекательна относительно облигаций Виктория и Мир.

Мы оцениваем справедливую доходность нового облигационного выпуска на уровне 10,75 -11,25% к годовой ofercie

Рублевые корпоративные облигации (6 февраля 2006г.)





Бизнес-блок операций с долговыми инструментами

Руководитель бизнес-блока

Александр Пугач, apugach@uralsib.ru

Сергей Шемардов, клиентский менеджер, she_sa@uralsib.ru

Елена Довгань, клиентский менеджер, dov_en@uralsib.ru

Анна Карпова, клиентский менеджер, kar_am@uralsib.ru

Татьяна Архипова, клиентский менеджер, tarkhipova@uralsib.ru

Андрей Борисов, трейдер РЕПО, bor_av@uralsib.ru

Борис Гинзбург, старший аналитик, bginzburg@uralsib.ru

Анастасия Залеская, аналитик, zal_av@uralsib.ru

Управление рынков долгового капитала

Руководитель управления

Дмитрий Волков, vda@uralsib.ru

Илья Зимин, директор, zimmin@uralsib.ru

Гузель Тимошкина, ст. специалист, tim_gg@uralsib.ru

Дарья Солюшкина, ст. специалист, son_da@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Петру Вадува, vad_pe@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Стратегия

Петру Вадува, руководитель управления, vad_pe@uralsib.ru

Владимир Савов, ст. аналитик, sav_vn@uralsib.ru

Мария Плотникова, аналитик, plo_my@uralsib.ru

Наталья Майорова, аналитик, mai_ng@uralsib.ru

Металлургия/Машиностроение

Вячеслав Смольянинов, ст. аналитик, smo_vb@uralsib.ru

Кирилл Чуйко, аналитик, chu_ks@uralsib.ru

Телекоммуникации

Константин Чернышев, ст. аналитик, che_kb@uralsib.ru

Станислав Юдин, аналитик, yud_sa@uralsib.ru

Нефть и газ / Энергетика

Каюс Рапану, ст. аналитик, rap_ca@uralsib.ru

Алексей Кормщиков, аналитик, kor_an@uralsib.ru

Матвей Тайц, аналитик, tai_ma@uralsib.ru

Анна Юдина, аналитик, udi_an@uralsib.ru

Банки

Владимир Савов, ст. аналитик, sav_vn@uralsib.ru

Потребительский сектор

Марат Ибрагимов, ст. аналитик, ibr_my@uralsib.ru

Экономика России

Владимир Тихомиров, ст. экономист, tih_vi@uralsib.ru

Редактирование/Полиграфия/ПереводМарк Брэдфорд, ст. редактор (англ. яз.),
bra_ms@uralsib.ruКристофер Роуз, редактор (англ. яз.),
ros_ch@uralsib.ruЮлия Прокопенко, ст. редактор,
pro_ja@uralsib.ruАндрей Пятигорский, ст. редактор,
pya_ae@uralsib.ru

Юлия Крючкова, переводчик/редактор, kru_jo@uralsib.ru

Интернет / Базы данных

Мария Плотникова, аналитик, plo_my@uralsib.ru

Кирилл Братанич, специалист, bra_kv@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации.

Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Капитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ 2006