



КРЕДИТНЫЙ ОБЗОР

Инком-Авто: Набирая обороты

Группа компаний «Инком-Авто» – один из крупнейших розничных операторов на автомобильном рынке, входит в тройку лидеров по объему реализации большинства марок автомобилей, составляющих дилерский портфель.

Компания разместит третий выпуск облигаций на сумму 2 млрд руб., направив около 65% привлеченных средств на рефинансирование текущей задолженности и около 35% на инвестиции в развитие бизнеса.

На наш взгляд, справедливый уровень доходности облигаций Инком-Авто не должен превышать 11%. Премия к вторичному рынку и репутационная премия отрасли авторитейла может добавить еще 50 бп к доходности облигаций на аукционе.

- Автомобильный рынок России обладает огромным потенциалом. Благодаря росту платежеспособного спроса и началу производства ряда иномарок в России автомобили становятся доступными для все более широких слоев населения, а доходы автодилеров растут на 30–50% в год.
- По итогам 2006 г. выручка Инком-Авто достигла 577 млн долл. За последние три года стоимостной объем продаж увеличился более чем в три с половиной раза, прирастая в среднем на 53% ежегодно. Темпы роста в первом квартале 2007 г. составили 56% к аналогичному периоду 2006 г.
- Продажа 10%-ой доли в капитале компании американскому фонду прямых инвестиций AIG не только позволит Инком-Авто получить дополнительные финансовые ресурсы, но и станет важным шагом на пути к повышению финансовой прозрачности компании.
- Инком-Авто является официальным дилером компаний VAZ, GAZ, UAZ, Daewoo, Kia, Hyundai, Renault, Ford, Chery, Opel, Chevrolet, Cadillac, FIAT, SsangYoung, Sens, Peugeot, Honda и Toyota.
- Инком-Авто одной из первых осознала перспективы продажи китайских автомобилей. Большой портфель китайских марок (Chery, Geely, Zhongxing и JMC) позволит компании в ближайшие два года опережать рынок по темпам роста, а переориентация на региональный спрос усилит этот эффект.
- На конец 2006 г. отношение Долг/ЕБИТДА составило у компании 4,3х, увеличившись по сравнению с 3,4х в 2005 г. В конце года у компании была пиковая долговая нагрузка, которая к 1 мая 2007 г. снизилась на 23% в ходе обычной операционной деятельности.
- В результате размещения третьего выпуска облигаций долг Инком-Авто увеличится только на 26 млн долл. Учитывая объем инвестиций, необходимый в 2007 г., долг на конец года может составить около 160 млн долл. В этом случае отношение долга к ЕБИТДА не превысит 4х.

Инком-Авто-3 '11

| | |
|-------------|--------------------|
| Сектор | розничная торговля |
| Bloomberg | INLADA |
| Размещение | 15 июнь 2007 г. |
| Эмитент | ООО "Инком-Лада" |
| Объем | 2 млрд руб. |
| Купон | квартальный |
| Погашение | 4 года |
| Оферта | 1,5 - 2 года |
| Организатор | ФК УРАЛСИБ |
| Справ. д-ть | УТР 11,4-11,6% |

Ключевые финансовые показатели

| млн долл. | 2004 | 2005 | 2006 |
|----------------------------------|-------|-------|-------|
| Выручка | 278 | 374 | 577 |
| Валовая прибыль | 33 | 51 | 88 |
| ЕБИТДА | 15 | 18 | 30 |
| Чистая прибыль | 5 | 6 | 14 |
| Активы, в т.ч. | 81 | 99 | 205 |
| ОС и капитал | 11 | 12 | 6 |
| Собственный капитал | 28 | 30 | 41 |
| Долг | 45 | 61 | 129 |
| Валовая рентабельность | 11,9% | 13,6% | 15,2% |
| Норма ЕБИТДА | 5,4% | 4,8% | 5,2% |
| Чистая рентабельность | 1,8% | 1,6% | 2,5% |
| Долг / Выручка | 0,16 | 0,16 | 0,22 |
| Долг / ЕБИТДА | 3,02 | 3,39 | 4,32 |
| ЕБИТДА / Проценты | 2,16 | 1,99 | 2,69 |
| Долг / Собственный капитал | 1,58 | 2,05 | 3,18 |
| Долг / Активы | 0,56 | 0,61 | 0,63 |
| Текущие активы / Активы | 0,81 | 0,82 | 0,81 |
| Краткоср. долг | 91% | 40% | 52% |
| Коэф. текущей ликвидности | 1,36 | 2,47 | 1,62 |
| Оборачиваемость деб. зад-ти, дн | 28 | 28 | 38 |
| Оборачиваемость кред. зад-ти, дн | 10 | 9 | 16 |
| Оборачиваемость запасов, дн | 39 | 40 | 37 |

Источник: Инком-Авто



Параметры выпуска

Объем третьего выпуска облигаций компании ООО «Инком-Лада» составит 2 млрд руб. Срок обращения – четыре года. Эмитентом будет выставлена двухлетняя оферта на приобретение облигаций выпуска по номиналу. В период до оферты инвесторы будут ежеквартально получать купонный доход, величина которого будет равна ставке первого купона, установленного в ходе аукциона.

Использование средств облигационного займа

Большую часть привлеченных средств – около 65%, предполагается направить на рефинансирование краткосрочной части долга. На финансирование инвестиционной программы будет направлено 35% средств.

Таким образом, финансовый долг компании увеличится приблизительно на 26 млн долл.

Структура выпуска

Эмитентом облигаций выступает ООО «Инком-Лада», основная операционная компания группы «Инком-Авто», на долю которой приходится около 70% выручки группы.

Поручительство по выпуску предоставлено входящим в состав группы ООО «Автотрейд», а также ООО «Регби». ООО «Автотрейд» занимается розничной торговлей, а ООО «Регби», юридически не аффилированное с группой «Инком-Авто», – оптовыми поставками в Москве.

Профиль эмитента

Созданная в 1991 г. Группа компаний «Инком-Авто» стала одним из ведущих игроков розничного автомобильного рынка. Компания начала развиваться как дилер отечественных автопроизводителей, а с 1995 г. стала продавать иномарки, доля которых в продажах по итогам 2006 г. составила около 40%.

Группа компаний «Инком-Авто» – один из крупнейших розничных операторов на автомобильном рынке, ориентированный на торговлю недорогими автомобилями. В 2006 г. компания получила выручку в размере 577 млн долл. (включая НДС), около 74% которой было обеспечено продажей автомобилей эконом-класса ценой менее 10 тыс. долл.

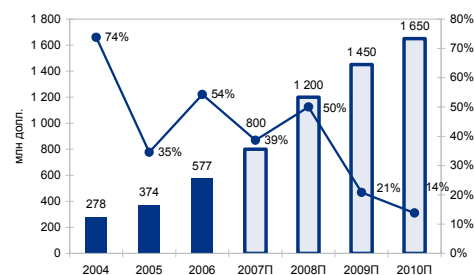
За последние три года выручка компании увеличилась более чем в три с половиной раза, прирастая в среднем на 53% ежегодно. За этот период число проданных ею автомобилей выросло вдвое. Объем реализации увеличился с 22,3 тыс. шт. в 2003 г. до 46,6 тыс. в 2006 г.

Компания формирует выручку за счет трех основных направлений деятельности:

- продажа автомобилей (83%);
- установка дополнительного оборудования (7%);
- сервисное обслуживание (6%);
- продажа запчастей (3%).

В 2006 г. названные направления сформировали 83%, 7%, 6% и 3% продаж соответственно. Однако вклад каждого из направлений в валовую прибыль принципиально отличался от их долей в выручке. Поскольку рентабельность продажи автомобилей регулируется автопроизводителями и средняя торговая наценка, как правило, не превышает 6%, успешные автодилеры зарабатывают на установке дополнительного оборудования и сервисном обслуживании.

Динамика и темпы роста выручки, 2004–2010 гг.



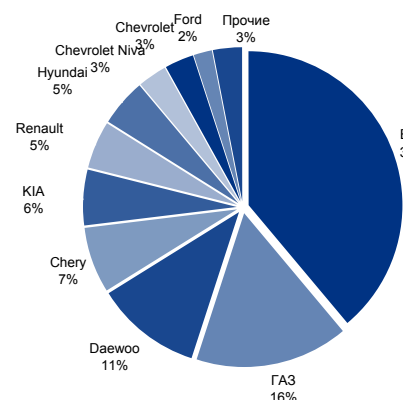
Источник: Инком-Авто

Инком-Авто один из крупнейших розничных операторов на автомобильном рынке

За последние три года выручка компании увеличилась более чем в три с половиной раза, прирастая в среднем на 53% ежегодно

Компания более чем вдвое увеличила объем реализации в 2006 году с 22,3 тыс. до 46,6 тыс. шт.

Структура продаж по производителям в натуральном выражении, 2006 г.



Источник: Инком-Авто



Рентабельность этих направлений в 2006 г. составила 72% и 70% соответственно.

В 2007 г. компания планирует увеличить продажи на 22%, а выручку на 39% до 800 млн. долл. Итоги первого квартала позволяют рассчитывать на достижение запланированных на год темпов роста. По сравнению с первыми тремя месяцами 2006 г. выручка увеличилась на 56%, а продажи в натуральном выражении – на 29%.

По состоянию на конец первого квартала 2007 г. сеть насчитывала 18 действующих автосалонов. До конца года будет открыто еще 5–7 дилерских центров.

До недавнего времени основным рынком для Инком-Авто оставалась Москва, где действует наибольшее число автоцентров. Однако с насыщением московского рынка компания уделяет все больше внимания развитию бизнеса в регионах – им отведена ключевая роль в стратегии развития компании.

К 2010 г. Инком-Авто планирует расширить свою розничную сеть до 50 автосалонов, действующих по всей стране, увеличив выручку до 1,65 млрд долл.

Инком-Авто является официальным дилером заводов ВАЗ, ГАЗ, UAZ, DAEWOO, KIA, HYUNDAI, RENAULT, Ford, CHERY, Opel, Chevrolet, Cadillac, FIAT, SsangYoung и Sens. В 2007 г. компания получила права дилерства Peugeot, Honda и Toyota. Инком-Авто занимает лидирующие позиции по продажам ряда марок, представленных в дилерском портфеле компании, в частности, удерживает первое место по продажам автомобилей Daewoo. Кроме того, автосалоны компании предлагают широкий выбор автомобилей с пробегом.

В 2006 г. компании, принадлежащие конечному бенефициару холдинга, Д.А. Козловскому, стали официальными дистрибьюторами китайских автопроизводителей Geely, Zhongxing и JMC. Этот шаг положительно скажется на рентабельности Инком-Авто, так как маржа дистрибьютора на 8% превышает маржу дилера и достигает 13%. Инком-Авто планирует торговать автомобилями названных марок как через собственную дилерскую сеть (30%), так и через автосалоны.

Важным для компании событием стала продажа 10% ее акций американскому фонду прямых инвестиций AIG. В результате Инком-Авто не только получает дополнительные финансовые ресурсы, которые можно направить на развитие бизнеса и тем самым улучшить отношение собственных средств к заемным, но и делает важный шаг на пути к повышению прозрачности и открытости для сторонних инвесторов.

Сделка с AIG

Быстрорастущий сектор розничной торговли давно привлекает внимание иностранных инвесторов. До недавних пор они отдавали предпочтение сектору продовольственного ритейла. Однако устойчивый рост доходов населения и широкая доступность потребительского кредита способствовали существенному повышению спроса на товары длительного пользования, благодаря чему в лидеры роста продаж вышли автодилеры.

В феврале 2007 г. была заключена первая сделка по продаже доли в капитале одного из ведущих автодилеров. Компания «Инком-Авто» договорилась о продаже 10% своих акций американскому фонду прямых инвестиций AIG. Ожидается, что расчеты между сторонами будут завершены до конца июня 2007 г.

Привлечение иностранного инвестора позволит Инком-Авто:

- увеличить капитал;
- диверсифицировать источники финансирования роста, улучшив соотношение собственных и заемных средств;

Сеть компании насчитывает 18 автосалонов

Развитие регионального бизнеса – ключевая стратегическая задача Инком-Авто

Дилерский портфель Инком-Авто:

ВАЗ, ГАЗ, UAZ, DAEWOO, KIA, HYUNDAI, RENAULT, Ford, CHERY, Opel, Chevrolet, Cadillac, FIAT, SsangYoung, Sens, Peugeot, Honda, Toyota

В 2006 г. компании, принадлежащие конечному бенефициару холдинга Д.А. Козловскому, стали официальными дистрибьюторами китайских автопроизводителей Geely, Zhongxing и JMC

Продажа 10% в капитале компании американскому фонду прямых инвестиций AIG не только позволит Инком-Авто получить дополнительные финансовые ресурсы, но и станет важным шагом на пути к повышению финансовой прозрачности компании



- повысить финансовую прозрачность компании; в частности, по условиям соглашения с инвестором Инком-Авто с 2007 г. будет представлять финансовую отчетность по международным стандартам, аудированную одной из компаний «большой четверки».

Мы считаем, что интерес крупного международного инвестора к отрасли – еще одно свидетельство прекрасных перспектив роста авторитейла и компании Инком-Авто как одного из ведущих дилеров.

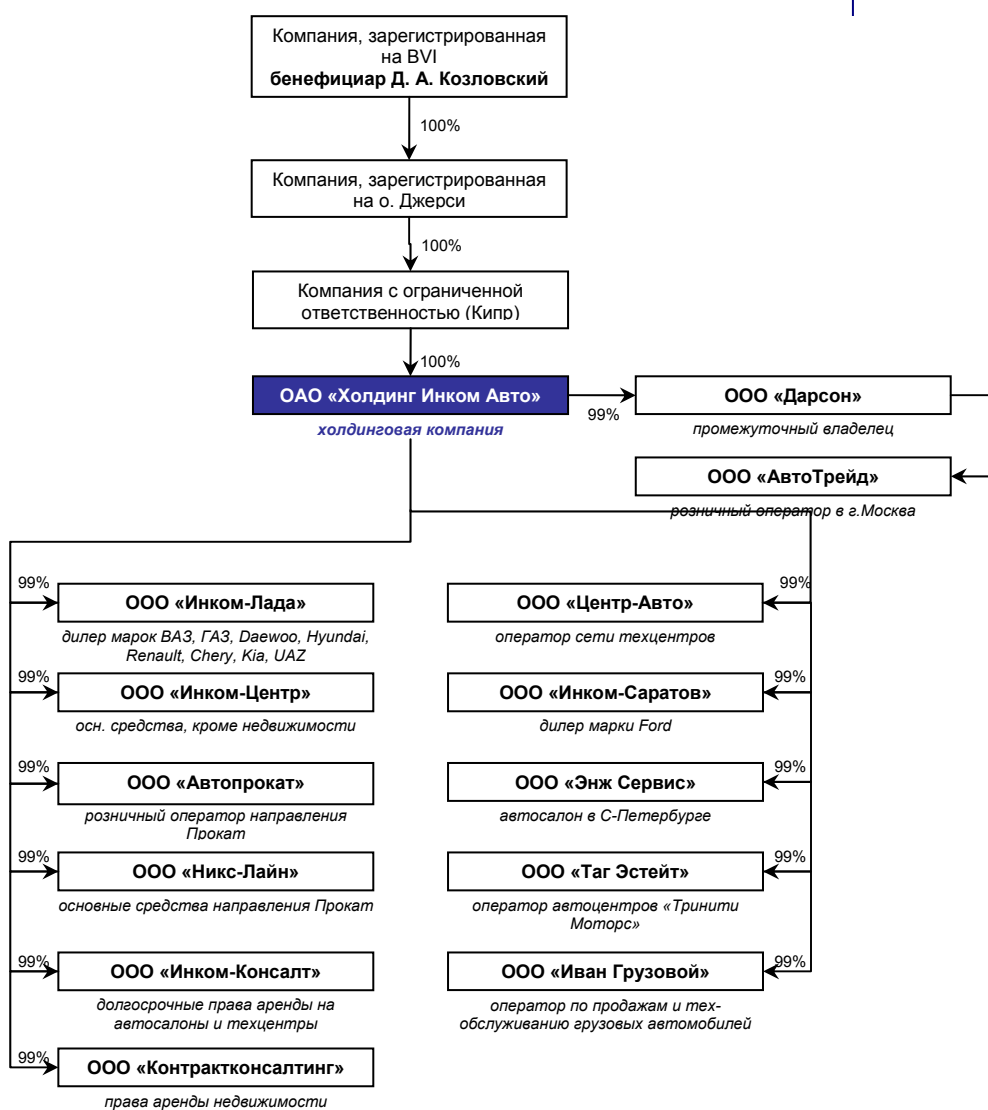
AIG – American International Group, акции которой обращаются на Нью-Йоркской и Лондонской биржах, а также на парижской, швейцарской и токийской площадках, является одной из крупнейших в мире страховых компаний с представительствами в 130 странах мира. Компания занимается всеми направлениями страхового бизнеса, предоставляя услуги как корпоративным, так и частным клиентам. Помимо этого, AIG – один из крупнейших игроков в области финансовых услуг и управления активами.

Акционеры и структура собственности

Юридически группа представляет собой холдинговую структуру во главе с ОАО «Холдинг «Инком-Авто». Конечным бенефициаром компании является Дмитрий Александрович Козловский.

Единственный бенефициар холдинга – Дмитрий Александрович Козловский

После закрытия сделки по продаже пакета акций фонду AIG доля Д.А. Козловского в капитале компании сократится до 90%





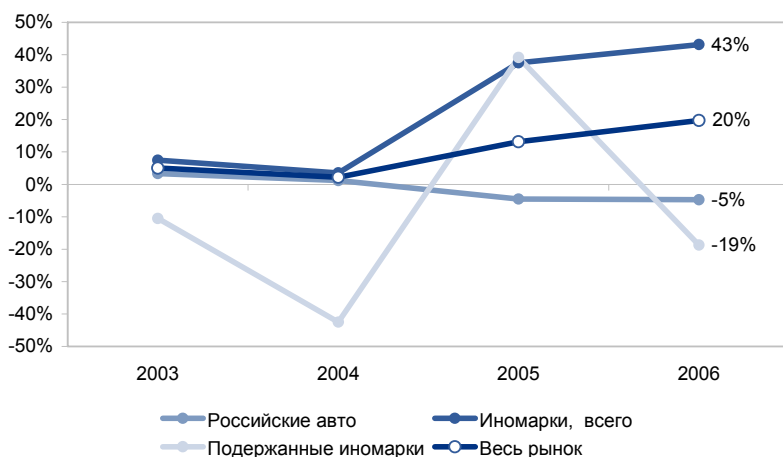
Рынок авторитейла

Благоприятная макроэкономическая ситуация в стране, рост благосостояния населения, развитие банковской системы и стремительное увеличение объемов потребительского кредитования – все это обеспечивает высокие темпы роста компаний розничного сектора, степень развития которого отстает не только от развитых рынков, но и от ряда стран Восточной Европы.

Российский автомобильный рынок обладает рядом отличительных особенностей:

- В последние годы продажи новых автомобилей растут чрезвычайно высокими темпами, в лидерах роста – иномарки, доля которых в структуре продаж увеличивается с каждым годом. Удельный вес новых иномарок в общем объеме продаж в натуральном выражении вырос с 20% в 2003 г. до 57% в 2006 г., в то время как продажи автомобилей российских производителей падают.

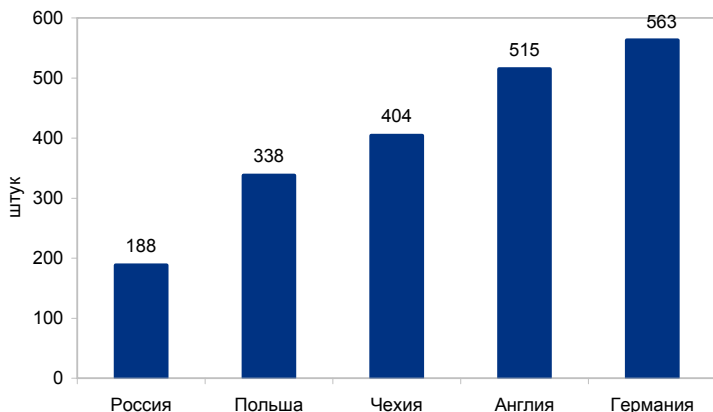
Темпы роста рынка автомобилей в 2003–2006 гг.



Источник: Госкомстат, ГТК, АСМ-Холдинг, Авторевю, оценки PWC, расчеты Уралсиба

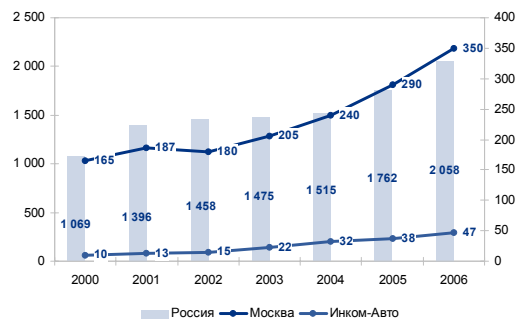
- Низкая насыщенность рынка, выраженная числом автомобилей на 1000 населения. По данному показателю Россия в несколько раз отстает от стран Западной и Восточной Европы. В 2006 г. на 1000 населения РФ приходилось 188 автомобилей, тогда как в Польше – 338, в Чехии – 404, в

Количество автомобилей на 1000 населения в 2006 г.



Источник: European Automobile Industry Report, оценки PWC

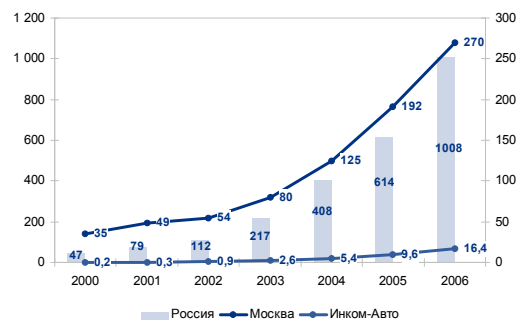
Динамика продаж легковых автомобилей в 2000–2006 гг., тыс. шт.



Источник: Инком-Авто

Иномарки вытесняют автомобили российских производителей с дорог страны

Динамика продаж легковых иномарок в 2000–2006 гг., тыс. шт.



Источник: Инком-Авто



Англии – 515, в Германии – 563.

Объем финансирования покупки автомобиля за счет банковских кредитов продолжает расти. В 2006 г. около 25% от стоимостного объема продаж финансировалось при помощи кредитов, тогда как в 2002 г. этот показатель не достигал и 5%.

Представляя себе тенденции рынка, Инком-Авто выстраивает стратегию развития с их учетом. Компания отказалась от развития направления отечественных автомобилей, доля которых в продажах стремительно снижается.

Если в 2002 г. продукция российских предприятий представляла 93% продаж компании в натуральном выражении, к 2006 г. их доля снизилась до 61%, в дальнейшем она продолжит сокращаться, так как автосалоны, которые компания планирует открывать в регионах, будут специализироваться на продаже автомобилей иностранного производства.

Компания опережает рынок по масштабам сотрудничества с кредитными организациями. Около 36% продаж Инком-Авто в 2006 г. финансировалось покупателями при помощи банковских кредитов.

По мнению специалистов PWC¹, российский автомобильный рынок обладает существенным потенциалом роста. По оценкам, в ближайшие пять лет объем рынка легковых автомобилей может увеличиться с текущих 32 млрд долл. до 96 млрд долл., а в натуральном выражении – более чем вдвое, с 2 до почти 5 млн. шт. По более консервативной оценке, учитывающей сохранение доли покупок в кредит на уровне 2006 г., к 2011 г. объем рынка может достигнуть 72 млрд долл. Это подразумевает, что в течение следующих пяти лет в денежном выражении отрасль будет расти темпами от 18% по консервативной до 25% по оптимистической оценке.

Уже по итогам первого квартала 2007 г. в России было продано на 26,3% новых автомобилей больше, чем в том же квартале 2006 г.

Правила игры на рынке авторитейла

Торговля автомобилями – жестко регулируемый рынок, правила игры на котором устанавливают заводы-производители. Принцип зонирования позволяет им ограничивать конкуренцию, продвигать единые стандарты обслуживания, но вместе с тем и ограничивать рентабельность автодилеров.

В соответствии с принципом зонирования рынок разбивается на зоны, в каждой из которых может находиться не более одного дилера. Таким образом, производитель защищает дилеров от риска того, что за углом откроется другой автоцентр, торгующий автомобилями той же марки.

Завод-производитель определяет квоты поставок автомобилей на каждую зону и контролирует их реализацию именно в той зоне и тем дилером, которому данный автомобиль предназначался по квоте. Поэтому нередки ситуации, когда очередь на популярные модели в московских салонах может достигать нескольких месяцев, в то время как в Санкт-Петербурге или других городах автомобиль той же марки можно приобрести без всякой очереди.

Удаленность автопроизводителя от локальных рынков, высокие темпы их роста и нехватка производственных мощностей приводят к дефициту популярных моделей на быстрорастущих рынках.

Другой важной особенностью бизнеса являются долгосрочные отношения с клиентом. Покупая новый автомобиль, автовладельцы,

Около 36% продаж Инком-Авто в 2006 г. финансировалось покупателями при помощи банковских кредитов

В ближайшие пять лет объем рынка легковых автомобилей может увеличиться с текущих 32 млрд долл. до 96 млрд долл., а в натуральном выражении более чем вдвое, с 2 до почти 5 млн шт.

Автопроизводители ограничивают конкуренцию между автодилерами и контролируют рентабельность

¹ Из презентации Стэнли Рута, партнера, руководителя практики по предоставлению услуг компаниям автомобильной отрасли PriceWaterhouseCoopers, на конференции «Инвестиционная привлекательность автомобильного ритейла в России» 28 мая 2007 г.



как правило, еще несколько лет остаются тесно связанными с автодилером, у которого проходят гарантийное обслуживание и ремонт, – направления с высоким уровнем рентабельности.

Конкурентные позиции

В 2006 г. Инком-Авто обгоняла рынок по темпам роста. Если в среднем по России продажи легковых автомобилей увеличились на 17%, а в Москве – на 21%, то продажи Инком-Авто в натуральном выражении выросли на 24%. Тенденция опережающего роста сохранилась и в 2007 г. В первом квартале продажи новых автомобилей Инком-Авто выросли на 28% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, в то время как в России их объем вырос на 26,3%.

Еще более впечатляющая динамика продаж наблюдалась в сегменте иномарок. В 2006 г. рост продаж иномарок составил 64% по России в целом и 41% в Москве, тогда как объем продаж Инком-Авто увеличился на 70% по сравнению с 2005 г.

Дилерский портфель компании включает 8 из 10 самых продаваемых в России марок автомобилей, по большинству из них Инком-Авто занимает лидирующие позиции на московском рынке.

В 2006 г. компания пополнила дилерский портфель рядом марок: UAZ, Opel, Cadillac, Fiat, SsangYoung и Sens.

В 2007 г. Инком-Авто получила дилерство Peugeot, Honda и Toyota.

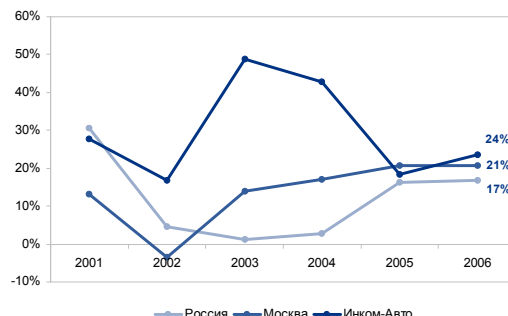
В 2006 г. компания сумела укрепить свои конкурентные позиции. Так, Инком-Авто увеличила свою долю рынка по ряду марок, входящих в дилерский портфель в течение одного года и более:

- Chevrolet – с 4% до 8%. Инком-авто заняла третье место в Москве по продажам автомобилей этой марки (включая Chevrolet Niva).
- Ford – с 20,3% до 57,8%. Инком-Авто – безусловный лидер по продажам автомобилей этой марки в Саратове. В 2007 г. продажи могут возрасти ввиду запланированного открытия второго дилерского центра Ford.
- ВАЗ – с 11,9% до 13,1%. Компания сумела увеличить объем реализации на падающем рынке. Продажи автомобилей производства АвтоВАЗ снизились на 7,1% в России и на 3,6% в Москве, в то время как у Инком-Авто они увеличились на 5,9%. Компания заняла второе место по объему их реализации в Москве.

Несмотря на рост продаж в натуральном выражении, доля рынка Инком-Авто по некоторым маркам снизилась. Однако компания осталась одним из лидеров рынка, в некоторых случаях даже поднявшись на ступень выше в рейтинге продаж.

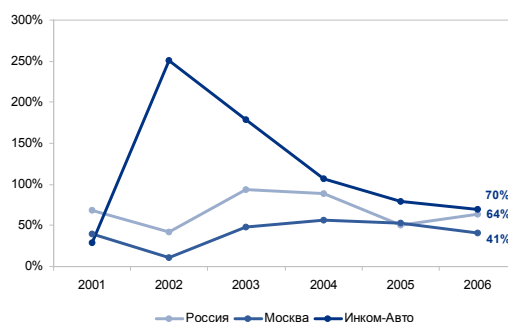
- Daewoo – с 23,6% до 22%. Продажи автомобилей Daewoo снизились в Москве на 11,1%, а у Инком-Авто объем реализации снижался опережающими темпами – на 17%. Ожидается, что ситуация с продажами автомобилей Daewoo выправится с выпуском обновленной Daewoo Nexia, намеченным на 2007 г. Несмотря на сокращение продаж, Инком-Авто стала лидером рынка по этой марке в Москве.
- Hyundai – с 11,7% до 9,4%. Продажи Инком-Авто снизились на 6,1%, в то время как в целом по стране и в Москве они выросли на 23% и 17% соответственно. Снижение было обусловлено политикой завода-производителя (TagAZ), который удовлетворяет высокий спрос на автомобили Hyundai в первую очередь через салоны торгового дома «TagAZ». Дефицит самого популярного легкового автомобиля, Hyundai Accent, наблюдавшийся в течение года, отрицательно сказался

Темпы роста продаж легковых автомобилей в 2000-2006 гг.



Источник: Инком-Авто

Темпы роста продаж легковых иномарок в 2000-2006 гг.



Источник: Инком-Авто

ТОП10 самых продаваемых марок легковых автомобилей в России в 2006 г.

| | |
|----|------------|
| 1 | Lada |
| 2 | Ford |
| 3 | Chevrolet |
| 4 | Hyundai |
| 5 | Toyota |
| 6 | Nissan |
| 7 | Renault |
| 8 | Mitsubishi |
| 9 | Daewoo |
| 10 | Kia |

Источник: Информационно-аналитическое агентство «Автомобильная статистика» и журнал «Авторевю»

ТОП10 самых продаваемых марок легковых автомобилей в России в 2006 г.

| | |
|----|-------------------|
| 1 | Ford Focus |
| 2 | Renault Logan |
| 3 | Mitsubishi Lancer |
| 4 | Daewoo Nexia |
| 5 | Hyundai Accent |
| 6 | Chevrolet Lanos |
| 7 | Nissan Almera |
| 8 | Toyota Corolla |
| 9 | Kia Spectra |
| 10 | Daewoo Matiz |

Источник: Информационно-аналитическое агентство «Автомобильная статистика» и журнал «Авторевю»



на продажах Инком-Авто. В 2006 г. компания вышла на третье место в Москве по объему реализации автомобилей Hyundai.

- Renault – с 10,7% до 9,8%. Рост продаж в Москве составил 67% по сравнению с 2005 г. Инком-Авто медленнее рынка наращивала продажи Renault (+53%), в результате чего доля рынка компании снизилась. Несмотря на это, Инком-Авто переместилась с 4-го на 3-е место по объему реализации автомобилей Renault.
- ГАЗ – с 18,5% до 15,9%. Рынок в Москве вырос на 1,1%, тогда как у Инком-Авто продажи снизились на 12,8%. Инком-Авто заняла третье место по продажам автомобилей Горьковского завода. Рост объема реализации в России на 11,6% был обеспечен популярными коммерческими автомобилями, в то время как по легковым автомобилям наблюдался спад на 4,5%. Компания заняла третье место по объему розничной реализации автомобилей ГАЗ.

Прекрасный результат был достигнут по автомобилям, пополнившим дилерский портфель в конце 2005 – начале 2006 г., в том числе по маркам, дилерство которых Инком-Авто получила с покупкой в первом квартале 2006 г. московского дилера «Тринити Моторс», торгующего автомобилями Opel, Chevrolet и Cadillac.

- Продажи автомобилей Chery выросли более чем в 17 раз. Компания начала продавать их в 2005 г., реализовав 148 шт. Уже в 2006 году продажи достигли 2538 автомобилей, или 38% продаж в Москве. Рекордному росту продаж способствовало снижение отпускной цены после ввода в эксплуатацию в июле 2006 г. линии промышленной сборки на заводе в Калининграде. Благодаря снижению отпускной цены производителя на 18% по сравнению с импортом из Китая автомобили Chery вошли в самый привлекательный сегмент рынка с ценовым диапазоном 8–10 тыс. долл. Инком-Авто – лидер по продажам машин этого китайского производителя в Московском регионе.
- UAZ (Patriot). Начав продажи в 2006 г., Инком-Авто реализовала 546 автомобилей, что составляет 23% продаж на московском рынке. Компания вышла на второе место по объему их реализации.
- Opel. Инком-Авто стала продавать Opel в 2006 г., заняв 4,3% московского рынка автомобилей этого производителя и 11 место по объему реализации.
- Cadillac. Компания начала продажи Cadillac в 2006 г. и сразу заняла второе место на московском рынке.

Производитель не представляет данные по продажам автомобилей Kia в Москве, что делает невозможной оценку доли Инком-Авто на московском рынке. Рост продаж в России составил 143% по сравнению с 2005 г. Инком Авто увеличила продажи на 18,2%.

В Санкт-Петербурге, компания лидирует по продажам автомобилей корейских и китайских производителей.

По объему реализации автомобилей Daewoo Инком-Авто заняла первое место, доля рынка компании в Санкт-Петербурге составила 35%. Продажи Hyundai и Chery вывели Инком-Авто на третье место с долями 19% и 17% соответственно.

Конкурентная позиция Инком-Авто в Москве, 2006 г.

| Марка автомобиля | № в TOP10 | Доля рынка Инком-Авто | Место Инком-Авто по объему продаж |
|------------------|-----------|-----------------------|-----------------------------------|
| Daewoo | 9 | 22% | 1 |
| Hyundai | 4 | 9% | 3 |
| KIA | 10 | н/д | н/д |
| Renault | 7 | 10% | 3 |
| Chery | | 38% | 1 |
| Chevrolet* | 3 | 8% | 3 |
| Opel | | 4% | 11 |
| Cadillac | | 17% | 2 |
| BA3 | 1 | 13% | 2 |
| ГАЗ | | 16% | 3 |
| UAZ (Patriot) | | 23% | 2 |

* с учетом Chevrolet Niva

Источник: Инком-Авто, Информационно-аналитическое агентство «Автомобильная статистика»

Конкурентная позиция Инком-Авто в Санкт-Петербурге, 2006 г.

| Марка автомобиля | № в TOP10 | Доля рынка Инком-Авто | Место Инком-Авто по объему продаж |
|------------------|-----------|-----------------------|-----------------------------------|
| Daewoo | 9 | 35% | 1 |
| Hyundai | 4 | 19% | 3 |
| Chery | | 17% | 3 |

Источник: Инком-Авто, Информационно-аналитическое агентство «Автомобильная статистика»



Операционная деятельность

В отличие от продовольственного ритейла, торговля автомобилями требует существенного объема финансирования оборотного капитала. Это рынок продавца, где заводы-производители устанавливают правила игры для дилеров, не только регулируя предложение и рентабельность, но и диктуя условия оплаты закупленных партий автомобилей. Как правило, дилерам требуются значительные объемы оборотного капитала. Наиболее благоприятные условия оплаты предоставляют иностранные производители, наименее выгодные – российские:

- АвтоВАЗ, ГАЗ, UAZ, Автотор (KIA, Chery), УзДэу (Daewoo), Hyundai – предоплата, отгрузка в течение месяца;
- Автофрамос (Renault) – отгрузка, оплата в течение 10 дней;
- Ford, Chevrolet – отгрузка, оплата в течение месяца.

Кроме того, для российского рынка характерна сезонность продаж. Спрос, как правило, возрастает с приходом весны. Второй пик продаж приходится на предновогодний период – ноябрь и декабрь. Первый квартал традиционно является провальным для автодилеров.

Ввиду неравномерного распределения спроса в течение года краткосрочный долг компаний, привлекаемый для финансирования закупок, как правило, увеличивается в первом и в четвертом кварталах.

В последнее время наблюдается тенденция к сглаживанию сезонности.

Стратегия

Постепенное насыщение московского рынка и, как следствие, возросшая сложность получения прав дилерства новых марок ухудшают перспективы роста компании в московском регионе. На этом фоне привлекательными становятся регионы, где растущий платежеспособный спрос еще не удовлетворен ввиду отсутствия развитой сети автосалонов. В основе среднесрочной стратегии Инком-Авто лежит экспансия в перспективные с точки зрения роста региональные рынки.

Экспансия в регионы осуществляется как путем органического роста, когда Инком-Авто участвует в тендерах автопроизводителей, соревнуясь за право продавать продукцию заводов на локальных рынках, так и путем приобретения местных игроков вместе с инфраструктурой, клиентскими потоками и правами дилерства.

Компания планирует приоритетно развивать проекты, связанные с дилерством и дистрибуцией перспективных китайских марок. Итоги 2006 г. показали, что китайские автомобили благодаря умеренной цене способны занять высокие места в рейтинге продаж вместе с другими иномарками эконом-класса, вытесняя отечественные автомобили с дорог страны.

В среднесрочной перспективе планируется перевести весь автобизнес в Москве в новый формат – автоцентры 3S (продажа автомобилей, запчастей и сервисное обслуживание). Все новые автоцентры компании создаются исключительно в новом формате, что позволяет повышать рентабельность.

Инвестиционная программа на 2007 г. составляет 20–25 млн долл. Около 40% инвестиций будет направлено на развитие региональной сети автосалонов. Ввиду более высокой затратности новых проектов по строительству в Москве крупных мультибрендовых дилерских центров им принадлежит более значительная доля в структуре инвестиционных расходов, однако по количеству автосалонов лидерство за региональными рынками.

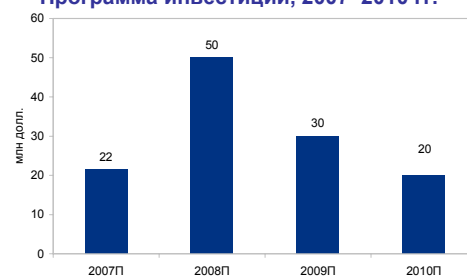
Торговля автомобилями требует существенного объема финансирования оборотного капитала

Для рынка характерна сезонность продаж. Спрос возрастает с приходом весны, второй пик приходится на предновогодние продажи

В последнее время наблюдается тенденция к сглаживанию сезонности

В основе среднесрочной стратегии Инком-Авто лежит экспансия в перспективные с точки зрения роста региональные рынки

Программа инвестиций, 2007–2010 гг.



Источник: Инком-Авто



Программа инвестиций в 2007 г.

| Объекты инвестиций | Затраты, млн руб. |
|--|-------------------|
| Автомолл Каширское ш. 45 | 140 |
| Автомолл Каширское ш. 47 | 366 |
| Автомолл ул. Старобитцевская | 347 |
| Автосалон "Рено" Алтуфьевское ш. | 81 |
| Автосалон Марьино г. Москва (марка уточняется) | 71 |
| Итого инвестиции в Москве | 1 005 |
| Автосалон "Тойота" г. Рязань | 144 |
| Автосалон "Форд-2" г. Саратов | 40 |
| Автосалон "General Motors" в Троице Лыково | 49 |
| Автосалон "Рено" г. Мытищи | 26 |
| Автосалон "Фольсваген" г. Липецк | 104 |
| Автосалон "Рено" г. Пермь | 45 |
| Автосалон "Нисан" г. Ярославль | 65 |
| Склад под хранение автомобилей г. Подольск | 4 |
| Итого инвестиции в регионах | 477 |
| ИНВЕСТИЦИИ ВСЕГО | 1 482 |

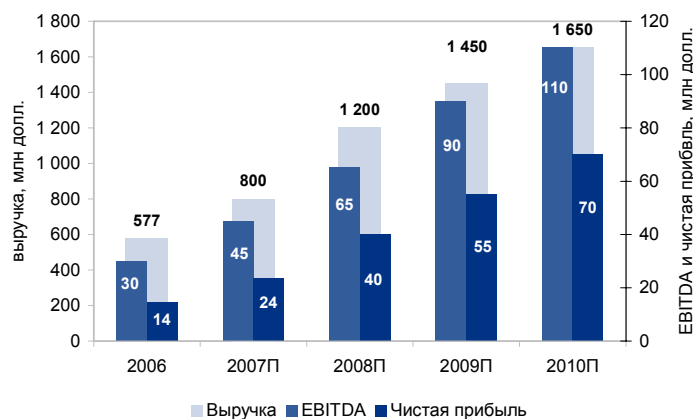
Источник: Инком-Авто

Инвестиционные потребности Инком-Авто на ближайшие 4 года оцениваются компанией в 120–160 млн долл.

Ориентируясь на планы компании на четырехлетний период, мы полагаем, что Инком-Авто сумеет профинансировать существенную часть инвестиционных затрат за счет собственной прибыли.

Сарех на 4 года 120160 млн долл.

Прогноз выручки, EBITDA и чистой прибыли, 2007-2010 гг.



Источник: Инком-Авто

На фоне агрессивной долговой политики компаний розничного сектора стратегия Инком-Авто выглядит достаточно консервативной. По оценке менеджмента, в 2007 г. отношение долга к EBITDA не выйдет за пределы 4х. Если фактические темпы роста выручки в двухлетний период окажутся значительно ниже запланированного среднегодового показателя 44%, скажем, на уровне 25% – в соответствии с оценкой потенциала рынка, представленной PWC – то отношение долга к EBITDA не превысит 5х. Однако результаты первого квартала, когда выручка компании выросла на 56% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, позволяют рассчитывать что в 2007 г. Инком-Авто сможет добиться запланированных темпов роста.

По оценке менеджмента, в 2007 году отношение долга к EBITDA не выйдет за пределы 4х



Оценки PWC, приведенные в докладе Стэнли Рута на конференции по рынку авторитейла, предполагают среднегодовое темпы роста на уровне 25% в течение 5 лет. Оценка консервативного сценария – 18%.

Возможно, планы Инком-Авто на ближайшие 2 года представляются слишком смелыми, однако у компании есть все основания для таких прогнозов. Китайские автомобили, конкурирующие по цене с отечественной продукцией, стремительно завоевывают российский рынок. Став дистрибьютором китайских автопроизводителей Geely, Zhongxing и JMC, Инком-Авто рассчитывает расти быстрее рынка на волне стремительно увеличивающегося спроса на модели эконом-класса.

Финансовая отчетность

Инком-Авто готовит отчетность входящих в состав группы компаний по РСБУ, а также представляет неаудированную консолидированную управленческую отчетность холдинга.

Согласно договоренности с фондом прямых инвестиций AIG компания планирует провести аудит отчетности, подготовленной по международным стандартам по итогам 2007 финансового года, что является хорошей новостью для инвесторов.

В отсутствие подтвержденных аудитором консолидированных данных мы воспользуемся для анализа финансового состояния компании консолидированной управленческой отчетностью.

Прибыли и убытки

Инком-Авто – быстрорастущая компания. Выручка группы в 2006 г. составила 577 млн долл. (включая НДС), увеличившись на 54% по сравнению с 2005 г. В первом квартале 2007 г. высокие темпы роста сохранились: выручка увеличилась на 56% по сравнению с тем же периодом 2006 г..

Наиболее рентабельными направлениями деятельности являются продажа запчастей, оснащение автомобилей дополнительным

Основные финансовые показатели Инком-Авто 2004–2006 гг

| млн долл. | 2004 | 2005 | 2006 | 1кв2006 | 1кв2007 |
|----------------------------------|-------|-------|-------|---------|---------|
| Выручка | 278 | 374 | 577 | 96 | 150 |
| Валовая прибыль | 33 | 51 | 88 | 13 | 22 |
| ЕВITDA | 15 | 18 | 30 | 3 | 5 |
| Чистая прибыль | 5 | 6 | 14 | (1) | 1 |
| Активы, в т.ч. | 81 | 99 | 205 | - | 178 |
| ОС и капложения | 11 | 12 | 6 | - | 7 |
| Собственный капитал | 28 | 30 | 41 | - | 42 |
| Долг | 45 | 61 | 129 | - | 105 |
| Валовая рентабельность | 11,9% | 13,6% | 15,2% | 14,0% | 15,0% |
| Норма ЕВITDA | 5,4% | 4,8% | 5,2% | 2,7% | 3,4% |
| Чистая рентабельность | 1,8% | 1,6% | 2,5% | - | 1,0% |
| Долг / Выручка | 0,16 | 0,16 | 0,22 | - | - |
| Долг / ЕВITDA | 3,02 | 3,39 | 4,32 | - | - |
| ЕВITDA / Проценты | 2,16 | 1,99 | 2,69 | - | - |
| Долг / Собственный капитал | 1,58 | 2,05 | 3,18 | - | 2,52 |
| Долг / Активы | 0,56 | 0,61 | 0,63 | - | 0,59 |
| Текущие активы / Активы | 0,81 | 0,82 | 0,81 | - | 0,79 |
| Краткоср. долг | 91% | 40% | 52% | - | 47% |
| Коэф. текущей ликвидности | 1,36 | 2,47 | 1,62 | - | 1,03 |
| Оборачиваемость деб. зад-ти, дн | 28 | 28 | 38 | - | - |
| Оборачиваемость кред. зад-ти, дн | 10 | 9 | 16 | - | - |
| Оборачиваемость запасов, дн | 39 | 40 | 37 | - | - |

Источник: Инком-Авто

Большой портфель китайских марок Chery, Geely, Zhongxing и JMC позволяет Инком-Авто расти быстрее рынка на волне стремительно увеличивающегося спроса на модели эконом-класса

Согласно договоренности с фондом AIG компания планирует провести аудит отчетности по МСФО за 2007 г.

Выручка компании выросла на 54% в 2006 году, достигнув 577 млн долл.

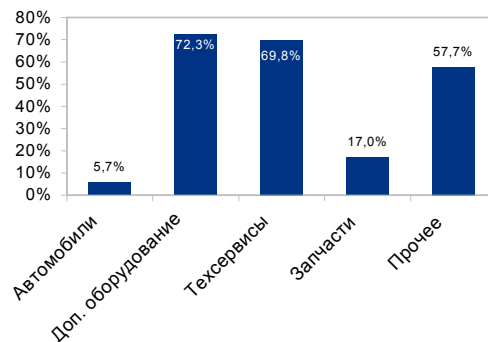


оборудованием и услуги техцентров, но вклад этих направлений в выручку компании относительно невелик. Если по итогам 2006 г. продажа запчастей обеспечила 3%, установка дополнительного оборудования – 7%, услуги техцентров – 6% консолидированной выручки, то на уровне валовой прибыли доля этих направлений играла решающую роль благодаря их высокой рентабельности.

Именно высокая рентабельность вспомогательных, на первый взгляд, направлений, привела к тому, что все новые дилерские центры Инком—Авто открываются в формате 3S, объединяющем show room, продажу запасных частей и сервисное обслуживание. Направления, сопутствующие торговле автомобилями, сформировали 16% выручки и около 67% валовой прибыли компании.

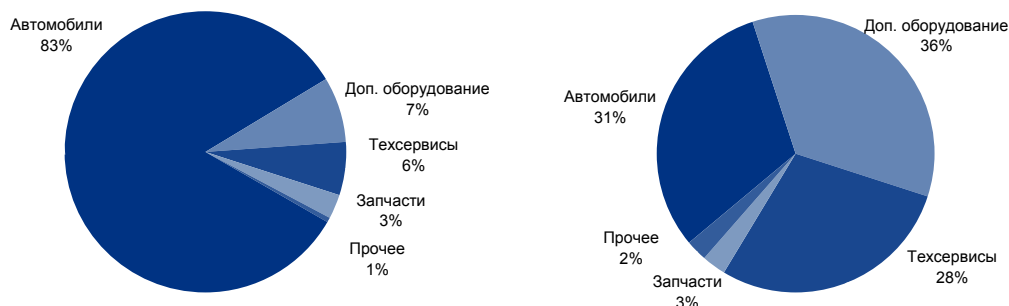
Уровень торговой наценки на автомобили регулируется автопроизводителями и, как правило, не превышает 5–6%, а валовая рентабельность продаж дополнительного оборудования и услуг техсервисов достигает 70%.

Валовая рентабельность направлений бизнеса в 2006 г.



Источник: Инком-Авто

Доли направлений бизнеса в выручке (1-я диаграмма) и валовой прибыли (2-я диаграмма) в 2006 г.



Источник: Инком-Авто

Благодаря опережающему росту валовой прибыли валовая рентабельность увеличилась за год с 13,6% до 15,2%.

Повышение рентабельности в первом полугодии 2006 г. было связано с опережающим ростом выручки относительно себестоимости и увеличением доли высокорентабельных товаров и услуг.

Норма EBITDA по итогам 2006 г. увеличилась с 4,8% до 5,2%.

Положительная динамика продаж и рентабельности сохранилась в первом квартале 2007 г. Первый квартал традиционно является для Инком-Авто самым неудачным. Резкое падение продаж в январе–марте влечет за собой снижение рентабельности на уровне EBITDA в связи с необходимостью финансировать постоянные затраты, самая большая доля в которых принадлежит заработной плате, аренде и маркетинговым расходам, отражающимся на норме EBITDA.

Активы

Валюта баланса увеличилась за год более чем вдвое, достигнув 205 млн долл. по состоянию на конец 2006 г. Причиной сокращения совокупных активов до 178 млн долл. в первом квартале 2007 г. стало погашение части краткосрочных кредитов компании.

Валовая рентабельность увеличилась за год с 13,6% до 15,2%

Норма EBITDA по итогам 2006 г. увеличилась с 4,8% до 5,2%

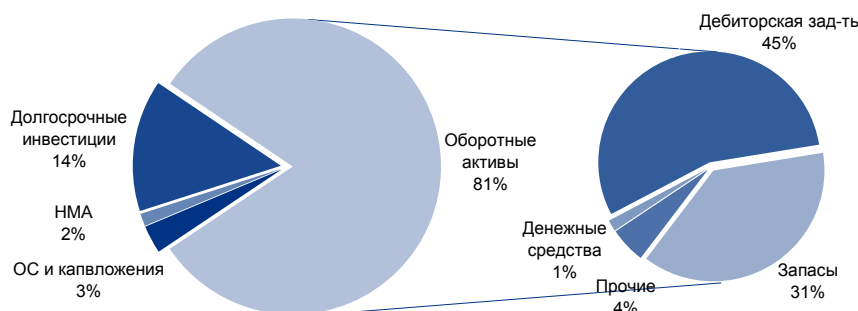
Положительная динамика продаж и рентабельности сохранилась в первом квартале 2007 г.

Активы увеличились за год более чем вдвое, достигнув 205 млн долл.



Структура активов Инком-Авто отражает характер ее основной деятельности – торговли автомобилями. Около 81% активов сформированы оборотными средствами, самый большой удельный вес в которых имеют дебиторская задолженность и запасы – 45% и 31% активов соответственно.

Структура активов в 2006 г.



Источник: Инком-Авто

Отношение оборотных активов к валюте баланса на протяжении последних четырех лет составляло 81%–82%, однако распределение их составляющих подвержено влиянию рыночных и операционных факторов. Так, доли дебиторской задолженности и запасов могут колебаться от периода к периоду в зависимости от объема закупок и даты среза для представления отчетности. Для Инком-Авто характерна доля запасов в диапазоне 30–45%, а дебиторской задолженности – на уровне 31%–44% в зависимости от даты среза в цикле товарооборота.

Доля внеоборотных активов составила 19% совокупных активов компании. Этот показатель соответствует исторической норме, однако структура внеоборотных активов претерпела изменения. По сравнению с 2005 г. основные средства и капитальные вложения сократились с 12,5 млн долл. до 6 млн долл. в абсолютном выражении; по отношению к совокупным активам доля основных средств и капитальных вложений снизилась с 13% до 13%. Одновременно возросли долгосрочные инвестиции – с 4 до 29 млн долл, или с 4% до 14% совокупных активов.

Сокращение объема основных средств было связано с реорганизацией бизнеса компании, в результате которой группа «Инком-Авто» стала в чистом виде торговым оператором. Основные средства были выведены за рамки группы, однако контроль основного акционера над ними сохранился. Такая реорганизация была необходима для повышения оценки компании при продаже 10%-ой доли в капитале фонду прямых инвестиций AIG. Условием вывода основных средств за рамки группы стала их аренда по рыночным ставкам.

Долг

Финансовый долг Инком-Авто составил в 2006 г. 129 млн долл., однако в первом квартале компания погасила задолженность в размере более 24 млн. долл. Всего по состоянию на 1 мая 2007 г. финансовый долг Инком-Авто оценивался в 99 млн долл.

Колебания объема долга связаны с циклами предоплат заводам-производителям за предстоящие поставки, когда компания привлекает краткосрочные банковские кредиты и гасит их по мере реализации партии. Такая практика не несет угрозы для долговой нагрузки. Несмотря на увеличение оборачиваемости дебиторской задолженности по сравнению с 2005 г. (связанное с быстрым ростом объемов реализации), скорость оборота денежных средств сохранилась на уровне 60 дней. Это было достигнуто благодаря росту

Структура активов отражает специфику бизнеса. Около 81% активов сформированы оборотными средствами

Долг на 1 мая 2007 – 99 млн долл.

Долг изменяется в течение года в зависимости от графика предоплат заводам-производителям за предстоящие поставки, когда компания привлекает краткосрочные банковские кредиты и гасит их по мере реализации партии



оборачиваемости кредиторской задолженности и более коротким срокам реализации автомобилей, что проявилось в снижении оборачиваемости запасов.

На конец 2006 г. отношение Долг/ЕБИТДА составило 4,3х, увеличившись по сравнению с 3,4х в 2005 г. Еще раз подчеркиваем, что в конце года у компании была пиковая долговая нагрузка, которая снизилась на 23% к 1 мая 2007 г. в ходе обычной операционной деятельности.

В результате размещения третьего выпуска облигаций долг Инком-Авто увеличится только на 26 млн долл., достигнув уровня конца 2006 г. Учитывая объем инвестиций, необходимый в 2007 г., долг на конец года может составить около 160 млн долл. Тогда отношение долга к ЕБИТДА (оценка ЕБИТДА на основе прогнозов компании) не превысит 4х.

Кредиторами Инком-Авто являются крупнейшие банки страны, в том числе Банк ЗЕНИТ, Промсвязьбанк, МДМ-Банк и Номос-Банк. Отличительной особенностью Инком-Авто является высокая доля облигационных займов в структуре кредитного портфеля.

Компания привлекает долг в двух валютах. На долю кредитов в долларах США приходилось 21% финансового долга, остальная часть задолженности представлена рублевыми кредитами и облигациями.

Ликвидность

В отличие от розничных сетей, для которых характерно значение коэффициента ликвидности менее 1 (в связи с особенностями практики закупок у поставщиков, предоставляющих товарный кредит на длительный срок), Инком-Авто, действующая в сфере торговли автомобилями, вынуждена принимать условия крупных автопроизводителей и работать на условиях предоплаты. Этим обусловлены более высокие коэффициенты ликвидности, характерные для автодилеров.

Коэффициент текущей ликвидности составил в 2006 г. 1,6х, снизившись с 2,5х в 2005 г. Значение 2005 г. нехарактерно для бизнес-модели компании и объясняется изменением структуры ее долга, в результате которого доля краткосрочного долга сократилась до 40% в 2005 г. Это привело к сокращению текущих обязательств компании и росту коэффициента текущей ликвидности. Исторически коэффициент текущей ликвидности находился в диапазоне 1,3х–1,6х.

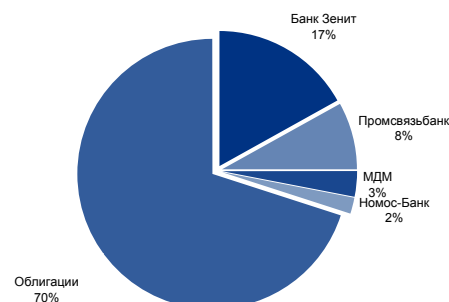
Опережающий рост ЕБИТДА по сравнению с процентными расходами привел к улучшению коэффициента покрытия ЕБИТДА/Проценты с 2х до 2,7х в 2006 г.

На наш взгляд, ликвидность компании достаточно высока для обеспечения ее текущей деятельности и обслуживания долга.

Сильные стороны и возможности роста

- Автомобильный рынок России обладает огромным потенциалом. Благодаря росту платежеспособного спроса и началу производства ряда иномарок в России автомобили становятся доступными для все более широких слоев населения, а доходы автодилеров растут на 30–50% в год.
- У Инком-Авто сильные рыночные позиции по большинству марок автомобилей, входящих в дилерский портфель.
- Инком-Авто одной из первых осознала перспективы продажи китайских автомобилей. Большой портфель китайских марок позволит компании в ближайшие два года опережать рынок по темпам роста, а переориентация на региональный спрос усилит эффект.

Структура долга Инком-Авто на 1 мая 2007 г.



Источник: Инком-Авто

Долг/ЕБИТДА 4,3х в 2006 г.

Опережающий рост ЕБИТДА по сравнению с процентными расходами привел к улучшению коэффициента покрытия ЕБИТДА/Проценты с 2х до 2.7х в 2006 г.



- Благодаря продаже доли в капитале американскому фонду AIG улучшится репутационная составляющая кредитного качества эмитента, повысится информационная открытость компаний, можно ожидать ужесточения требований к их финансовой дисциплине. В частности, Инком-Авто готовится представить финансовую отчетность по международным стандартам за 2007 г., аудированную одной из компаний «Большой четверки» Все это будет способствовать улучшению кредитного профиля компании.
- Компания придерживается достаточно консервативной долговой политики, а ее инвестиционная программа может быть в значительной мере профинансирована за счет собственной прибыли. Кроме того, финансовое состояние компании может улучшиться после 2008 г., когда Инком-Авто минует пик капитальных вложений.

Слабые стороны и риски

- Ухудшение макроэкономической конъюнктуры и снижение темпов роста автомобильного рынка может помешать компании достигнуть запланированных темпов роста.
- Отсутствие аудированной консолидированной отчетности по международным стандартам.
- Высокие темпы роста Инком-Авто требуют значительных вливаний в оборотный капитал, что повышает зависимость компании от возможности привлечения краткосрочного банковского финансирования.

Сравнение с другими компаниями сектора

Компании розничного сектора широко представлены на внутреннем долговом рынке, среди них три автодилера – Инком-Авто, Автомир и Атланта-М. Компания «Инком-Авто» стала пионером на рынке публичных заимствований среди автодилеров, разместив в 2004 г. первый облигационный заем на сумму 700 млн. руб., погашение которого состоится осенью 2007 г. В настоящее время оба выпуска, Инком-Авто-1 и Инком-Авто-2 (последний объемом 1,4 млрд руб.), обращаются на вторичном рынке.

Мы выполнили сравнительный анализ Инком-Авто, Автомира и Атланта-М на основе управленческой отчетности, подготовленной компаниями за 2006 г. В связи с ограниченной доступностью информации по Автомиру и Атланта-М показатель EBITDA рассчитан нами на основе консервативных допущений. В частности, мы исключаем из расчета EBITDA сальдо внереализационных доходов и расходов у Автомира, а также сальдо прочих операционных доходов и расходов у Атланта-М – в последние включены курсовые разницы, которые Инком-Авто в отчете о прибылях и убытках учитывает ниже EBITDA.

Мы хотели бы обратить внимание инвесторов на то, что, в отличие от Автомира и Атланта-М, Инком-Авто является на 100% торговой компанией. Этим обусловлена и меньшая доля основных средств и капитальных вложений на ее балансе. По той же причине отношение долга к собственному капиталу у Инком-Авто ниже, чем у конкурентов, так как ее капитал сформирован только из уставного капитала и нераспределенной прибыли и не содержит добавочного капитала от переоценки объектов недвижимости. Мы не располагаем данными о составляющих собственного капитала Автомира и Атланта-М, однако, следуя логике МСФО, предполагаем, что в управленческой отчетности компании отражена переоценка основных средств.

Инком-Авто стала пионером на рынке публичных заимствований среди автодилеров



Основные финансовые показатели Инком-Авто в сравнении с конкурентами, 2006 г.

| млн долл. | Инком-Авто 2006 | Автомир 2006 | Атлант-М 2006 |
|----------------------------|--------------------|-----------------|------------------|
| Выручка | 577 | 1 073 | 670 |
| Валовая прибыль | 88 | 175 | 95 |
| ЕБИТДА | 30 | 41 | 38 |
| Чистая прибыль | 14 | 28 | 22 |
| Активы, в т.ч. | 205 | 323 | 274 |
| ОС и капиталовложения | 6 | 128 | 101 |
| Собственный капитал | 41 | 131 | 105 |
| Долг | 129 | 135 | 133 |
| Валовая рентабельность | 15,2% | 16,3% | 14,1% |
| Норма ЕБИТДА | 5,2% | 3,8% | 5,7% |
| Чистая рентабельность | 2,5% | 2,6% | 3,3% |
| Долг / Выручка | 0,22 | 0,13 | 0,20 |
| Долг / ЕБИТДА | 4,3 | 3,3 | 3,5 |
| ЕБИТДА / Проценты | 2,69 | 3,23 | 2,58 |
| Долг / Собственный капитал | 3,18 | 1,03 | 1,26 |
| Долг / Активы | 0,63 | 0,42 | 0,48 |
| Текущие активы / Активы | 0,81 | 0,60 | 0,56 |
| Краткоср. долг | 52% | 59% | 45% |
| Коеф. текущей ликвидности | 1,62 | 1,42 | 1,60 |

Источник: Данные компаний, оценки Уралсипа

Инком-Авто в сравнении с Автомиром:

Плюсы:

- Продажа 10%-ой доли в капитале фонду прямых инвестиций AIG способна значительно повысить уровень прозрачности Инком-Авто для инвесторов. В частности, Инком-Авто готовится к представлению отчетности по международным стандартам за 2007 г., аудированной одной из компаний «большой четверки».
- Инком-Авто опережает Автомир по темпам роста выручки. Среднегодовой рост выручки Инком-Авто за три последних года составил 28% против 23% у Автомира. В 2006 г. разрыв был еще более значительным: продажи Инком-Авто выросли на 54%, тогда как выручка Автомира увеличилась только на 39%.
- В течение последних трех лет Инком-Авто неизменно превосходила Автомир по показателю нормы ЕБИТДА. В 2006 г. разрыв составил 1,4 проц. пункта.

Минусы:

- По размеру выручки Инком-Авто почти вдвое уступает Автомиру.
- Долговая нагрузка у Автомира ниже, чем у Инком-Авто. На конец 2006 г. отношение долга к ЕБИТДА составило у Инком-Авто 4,3х против 3,3х у Автомира. Однако по состоянию на 1 мая долг Инком-Авто сократился на 23% в абсолютном выражении. Мы не располагаем информацией о динамике долговой нагрузки Автомира в 2007 г. По отношению долга к активам Инком-Авто (0,63х) также несколько уступала Автомиру (0,43х).

Не считая масштабов бизнеса, Инком-Авто и Автомир очень схожи. Кроме того, Инком-Авто опережает Автомир по темпам роста. Хотя долговая нагрузка Инком-Авто по состоянию на конец 2006 г. превышала долговую нагрузку Автомира, различия были не слишком значительными. Кроме того, Инком-Авто с тех пор погасила около 23% краткосрочных кредитов.

Премия Инком-Авто к Автомиру за размер бизнеса, на наш взгляд, не должна превышать 50 бп



Вывод: Не считая масштабов бизнеса, Инком-Авто и Автомир очень близки. Кроме того Инком-Авто опережает Автомир по темпам роста. Хотя долговая нагрузка Инком-Авто по состоянию на конец 2006 г. превышала долговую нагрузку Автомира, различие было не слишком значительным. Кроме того, Инком-Авто с тех пор погасила около 23% краткосрочных кредитов. Премия Инком-Авто к Автомиру за размер бизнеса, на наш взгляд, не должна превышать 50 бп.

Инком-Авто в сравнении с Атлант-М

Ключевым преимуществом Инком-Авто перед Атлантом-М является прозрачность структуры бизнеса и информационная открытость. Управленческая отчетность Атланта-М не полностью консолидирует бизнес группы в части авторитейла, так как в консолидированную отчетность не включен автоцентр «Toyota Измайлово» в Москве. Мы не располагаем также информацией об объеме продаж в натуральном выражении за 2006 г.

Вывод: Хотя по формальным финансовым показателям различия в кредитном профиле Инком-Авто и Атланта-М крайне незначительны, минимальная прозрачность бизнеса Атланта-М, обуславливает премию облигаций Атланта-М к долгам Инком-Авто.

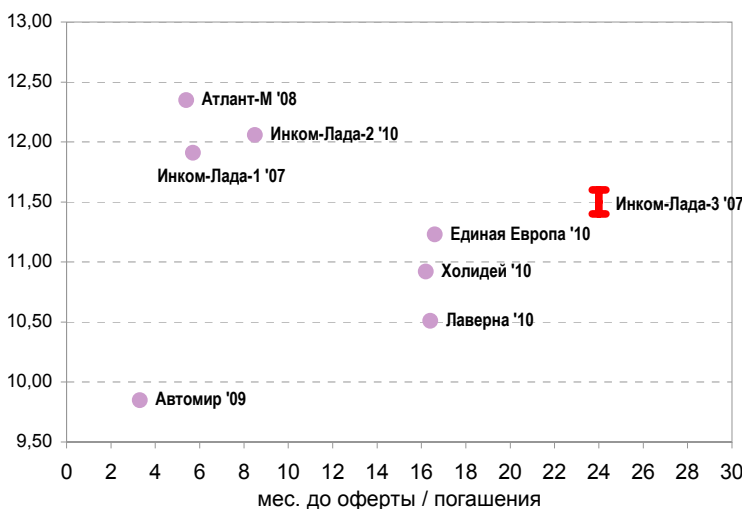
Хотя по формальным финансовым показателям различия в кредитном профиле Инком-Авто и Атланта-М крайне незначительны, минимальная прозрачность бизнеса Атланта-М, обуславливает премию облигаций Атланта-М к долгам Инком-Авто

Прайсинг

Компания Инком-Авто первой из автодилеров вышла рынок публичных заимствований. Разместив в конце 2004 г. первый облигационный заем на сумму 700 млн руб., погашение которого состоится осенью 2007 г., компания продолжила привлекать деньги на публичном долговом рынке и в феврале 2006 г. выпустила облигации на 1,4 млрд руб. Облигационные займы формируют 70% долга компании. Сейчас оба выпуска, Инком-Лада-1 и Инком-Лада-2, обращаются на вторичном рынке, однако ликвидность первого очень низка. Это объясняется, с одной стороны, близостью даты погашения, с другой – амортизационной структурой займа. На сегодняшний день от первоначальной номинальной стоимости 700 млн руб. в обращении осталось около 400 млн. Инком-Лада-2 торгуется под 12,08% к оферте через 8,5 месяцев.

Выпуск Автомир-1, до оферты которого осталось 3 месяца, торгуется под 9,85%.

Картина рынка



Источник:Cbonds, ММВБ



Мы считаем, что рынок слишком высоко оценивает риски автодилеров ввиду недостаточного понимания особенностей отрасли инвесторами и информационной непрозрачности эмитентов. Однако в последнее время влияние этих факторов стало ослабевать, поскольку лидеры отрасли начали прилагать усилия к тому, чтобы стать более понятными и открытыми для инвесторов.

С точки зрения отраслевого подхода, облигации автодилеров должны торговаться с премией к выпускам ритейлеров, торгующих продовольствием, парфюмерией и косметикой, товарами для ремонта и дома, бытовой техникой и электроникой, то есть группой товаров, расходы на которые либо неизбежны (продовольствие), либо не так велики (косметика, бытовая техника, товары для дома). Автомобили не являются предметом первой необходимости, поэтому доходы автодилеров в большей степени подвержены риску ухудшения макроэкономической конъюнктуры или спада на рынке банковского кредитования.

Величина этой премии остается открытым вопросом. Посмотрим на облигации эмитентов розничного сектора на сроке 1–2 года. Выпуск Лаверна-1 торгуется под 10,58% к оферте через 16 месяцев, выпуск Холидей-1 – под 10,81% к оферте через 16 месяцев, а не слишком ликвидный выпуск Единая Европа-1 оценен в 11–11,2% на тот же срок.

Основные финансовые показатели Инком-Авто в сравнении с другими компаниями розничного сектора, 2006 г.

| млн долл. | Лаверна | Единая Европа | Инком-Авто | Холидей |
|--------------------------|---------|---------------|------------|---------|
| Выручка | 479 | 307 | 577 | 373 |
| ЕБИТДА | 36 | 36 | 30 | 22 |
| Чистая прибыль | 21 | 21 | 14 | 5 |
| Активы | 280 | 247 | 205 | 228 |
| Собственный капитал | 96 | 60 | 41 | 104 |
| Долг | 92 | 145 | 129 | 79 |
| Норма ЕБИТДА | 7,5% | 11,7% | 5,2% | 5,9% |
| Долг/ЕБИТДА | 2,6 | 4,0 | 4,3 | 3,6 |
| Долг/Выручка | 0,19 | 0,47 | 0,22 | 0,21 |
| Долг/Активы | 0,33 | 0,59 | 0,63 | 0,35 |
| Долг/Собственный капитал | 0,96 | 2,42 | 3,18 | 0,76 |

Источник: Данные компаний, оценки Уралсиба

По финансовым показателям Инком-Авто гармонично входит в группу компаний розничного сектора, а темпы роста компании ставят ее в один ряд с продовольственными ритейлерами.

Мы считаем, что текущая премия в размере 100–150 бп к облигациям выборки – слишком высокая цена за «отраслевой риск». Мощной движущей силой авторитейла, как и других подсекторов розничной торговли, является платежеспособный спрос и поддержка со стороны банковского сектора. Мы считаем, что на сроке 2 года до оферты риск авторитейла должен оцениваться без премии к разнородной группе компаний розничного сектора, потому что именно в краткосрочной перспективе высокие темпы роста отрасли подвержены наименьшим рискам.

На наш взгляд, справедливый уровень доходности облигаций Инком-Авто не должен превышать 11%. Инвесторы могут потребовать еще 50 бп за первичный характер размещения и репутационную составляющую отрасли на рынке облигаций, которая еще не полностью утратила свое значение.

Недостаточное понимание отрасли инвесторами и непрозрачность эмитентов привели к тому, что рынок слишком высоко оценивает риски автодилеров

Сейчас ситуация меняется. Благодаря усилиям лидера рынка инвесторы стали лучше понимать бизнес компаний

Справедливая доходность облигаций Инком-Авто 11%. На аукционе инвесторы могут потребовать премию к справедливому уровню в размере 50 бп



Бизнес-направление по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель направления
Александр Пугач, apugach@uralsib.ru

Бизнес-блок продаж и торговли

Руководитель бизнес-блока

Эдуард Колузанов, koluzanovea@uralsib.ru

Управление продаж

Сергей Шемардов, начальник управления, she_sa@uralsib.ru

Елена Довгань, клиентский менеджер, dov_en@uralsib.ru

Анна Карпова, клиентский менеджер, kar_am@uralsib.ru

Дмитрий Кузнецов, клиентский менеджер, kuznetsovde@uralsib.ru

Дмитрий Попов, клиентский менеджер, popovdv@uralsib.ru

Редактирование / Перевод

Евгений Гринкруг, редактор/переводчик, grinkruges@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, ст. трейдер, bor_av@uralsib.ru

Вячеслав Чалов, трейдер, chalovvg@uralsib.ru

Константин Макаров, репо-трейдер, makarovkv@uralsib.ru

Аналитика

Кити Панцхава, аналитик, pantskhavaks@uralsib.ru

Надежда Мырскова, аналитик, mur_nv@uralsib.ru

Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

Руководитель бизнес-блока

Дмитрий Шкловский, shklovskyda@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гузель Тимошкина, начальник отдела, tim_gg@uralsib.ru

Антон Лобанов, вед. эксперт, lob_at@uralsib.ru

Галина Гудыма, гл. специалист, gud_gi@uralsib.ru

Ольга Степаненко, специалист, stepanenkaa@uralsib.ru

Виктор Орехов, ст. аналитик, ore_vv@uralsib.ru

Ольга Красноперова, аналитик, krasnoperovaoy@uralsib.ru

Аналитическое управление по операциям с акциями

Руководители управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Ким Искян, iskyanks@uralsib.ru

Стратегия / Банки

Антон Табах, ст. аналитик, tabakhav@uralsib.ru

Политика / Экономика

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

Нефть и газ / Энергетика

Каюс Рапану, rap_ca@uralsib.ru

Алексей Кормщиков, CFA, kor_an@uralsib.ru

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Евгения Дышлюк, dyshlyukem@uralsib.ru

Павел Попиков, popikovpn@uralsib.ru

Машиностроение

Александра Мельникова, АССА, melnikovaas@uralsib.ru

Телекоммуникации / Медиа / Информационные технологии

Константин Чернышев, руководитель управления,
che_kb@uralsib.ru

Константин Белов, аналитик, belovka@uralsib.ru

Потребительский сектор / Розничная торговля / Транспорт

Андрей Никитин, Nikitinai@uralsib.ru

Мария Старцева, startsevamv@uralsib.ru

Металлургия / Горнодобывающая промышленность

Майкл Кавана, kavanaghMS@uralsib.ru

Кирилл Чуйко, chu_ks@uralsib.ru

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. 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 Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения.

© УРАЛСИБ 2007