

Российские корпоративные облигации

3 мая 2011 г.

Соллерс: put your hands up for Detroit

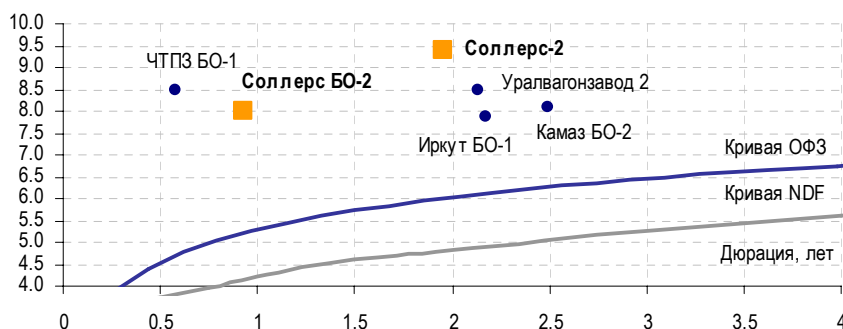
Опубликованная в четверг отчетность Соллерса по МСФО за 2010 г. отражает значительное улучшение финансовых показателей: прежде всего, впечатляющий рост эффективности и снижение долговой нагрузки до уровня менее 5,0x.

- Выручка за 2010 г. увеличилась на 59% за счет роста объемов реализации автомобилей (на 67%), на которые пришлось около 83% всех продаж Компании. Продажи автокомпонентов сформировали 7% выручки, двигателей – 2%.
- Продажи автомобилей Соллерс в натуральном выражении увеличились за 2010 г. на 37% при общем росте рынка на 30%. Лидерами стали а/м УАЗ (+42%) и FIAT Ducato (+59%), обеспечившие совокупно более 70% продаж. На автомобили, реализованные по программе утилизации за год с марта 2010 г., пришлось около 11% продаж за этот период.
- Мы ожидаем, что в 2011 г. Соллерс также сможет продемонстрировать значительные темпы роста выручки. Только за 1 кв. 2011 г. продажи а/м в натуральном выражении увеличились на 80% при росте рынка на 77%. В 2011 г. резкого сокращения объемов выпуска FIAT Ducato в связи с подписанием соглашения с Ford не ожидается: в соответствии с контрактом с FIAT производство автомобилей этой марки в этом году останавливать не планируется.
- В 2010 г. Соллерс смог значительно увеличить операционную прибыль и улучшить рентабельность за счет наращивания продаж и контроля над издержками. В основном был ограничен рост затрат на персонал (+16% к 2009 г.), которые составляют около 12% всех операционных расходов Соллерс. Маржа по EBITDA достигла 7,9% против почти нулевой рентабельности в 2009 г.
- Компания полностью профинансировала свои инвестиции (2,5 млрд руб.) за счет операционных потоков, их рост позволил также сократить объем долга на 2,7 млрд руб.
- Как мы понимаем, в 2011 г. собственные инвестиционные вложения Компании (без учета СП с Ford и Mitsui) будут ограничены инвестициями в поддержание имеющихся мощностей (по нашим оценкам, не более 1 млрд руб.). Создание производства Toyota Land Cruiser Prado на Дальнем Востоке (СП с Mitsui) также не должно потребовать значительных вложений, т.к. оно будет организовано на уже действующих мощностях. При этом ограничения объемов производства Ssang Yong на этом заводе не предполагается. Таким образом, мы полагаем, что в этом году Соллерс продолжит снижать долговую нагрузку.
- СП с Ford начнет функционировать с конца 2011 г. В целом параметры сделки, на наш взгляд, аналогичны несостоявшемуся проекту с FIAT: участие на паритетной основе, взнос в уставный капитал площадок в Елабуге и Татарстане со стороны Соллерс и во Всеволожске со стороны Ford. По мнению большинства экспертов, данный проект является более перспективным для Компании, учитывая значительную популярность автомобилей Ford в России. В отличие от сделки с FIAT, ВЭБ уже одобрил предоставление кредита (без права регресса на иные активы Соллерса) на сумму 39 млрд руб. на 10 лет по ставке равной ставке рефинансирования плюс 2% год. Учитывая отсутствие контроля, данный проект, как и СП с Mitsui, в консолидированной отчетности Компании по МСФО должен будет отражаться по методу долевого участия в капитале (equity method) и долг по нему не будет консолидироваться.

Финансовые показатели, МСФО	2009	2010	Изм.
Выручка, млрд руб.	34,7	55,3	+59%
EBITDA, млрд руб.	0,3	4,3	+14x
Рентабельность по EBITDA, %	0,9%	7,9%	+7 п.п.
Чистый убыток, млрд руб.	-5,0	-1,2	-76%
Общий долг, млрд руб.	27,2	24,5	-10%
Чистый долг, млрд руб.	23,2	21,4	-8%
Чистый долг/EBITDA, x	77x	4,99x	n/a

Источники: Компания, оценки Райффайзенбанка

Оценка доходности облигационных займов Соллерс на 29.04.2011



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Оценка справедливой доходности

Мы полагаем, что текущая доходность выпуска Соллерс БО-2 является справедливой, предлагая условную премию к бумагам Камаза примерно 100 б.п.

Соллерс-2, очевидно, имеет потенциал снижения доходности на 50-70 б.п., что соответствует цене 107,50-107,90%. Напомним, что этот выпуск входит в список РЕПО ЦБ РФ, а также в котировальный список А1 ММВБ. Мы рекомендуем покупать бумагу инвесторам, имеющим аппетит к риску.

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	129090, Москва, ул. Троицкая, 17/1
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Операции на рынке корпоративных облигаций

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Анастасия Евстигнеева	anastasia.s.evstigneeva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин	anton.kenyaykin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров	aleksander.khristoforov@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231
Алексей Баранов	aleksey.baranov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857

Торговые операции

Александр Дорошенко	aleksandr.doroshenko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов	vadim.kononov@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9146
Федор Бизиков	fedor.bizikov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин	npatrakhin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2834
-----------------	--------------------------	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов	okornilov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Дмитрий Румянцев	droumiantsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817
Денис Леонов	denis.leonov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9937
Мария Мурдяева	mmurdyayeva@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9807
Надежда Зотова	nadezhda.zotova@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

Аналитика

Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
Павел Папин	pavel.papin@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию 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.