



КРЕДИТНЫЙ ОБЗОР

ТТС УХОДИТ В ОТРЫВ

Группа компаний «ТрансТехСервис» (ТТС) – безусловный лидер среди автодилеров Татарстана и один из крупнейших розничных операторов на автомобильном рынке Приволжского федерального округа. В течение последних трех лет компания ориентирующаяся на торговлю дорогими иномарками, увеличивала продажи в среднем более чем на 50% в год, доведя выручку по итогам 2006 г. до 8,68 млрд. руб.

ТрансТехСервис разместит дебютный выпуск облигаций объемом 1 млрд руб., направив привлеченные средства на финансирование инвестиционной программы, имеющей целью расширение сети автосалонов.

По нашему мнению, справедливая доходность облигаций ТТС находится в диапазоне 11–11,1%, что соответствует ставке первого купона на уровне 10,57–10,67%.

- Автомобильный рынок России обладает огромным потенциалом. Близкие к насыщению столичные рынки постепенно уступают первенство региональным, что позволяет местным автодилерам быстро наращивать объем продаж, опережая столичных игроков по темпам роста.
- Дилерский портфель ТТС насчитывает 18 иномарок, преимущественно в дорогом и среднеценовом сегментах, тогда как доля автомобилей российского производства в выручке составила в прошлом году чуть более 13%.
- Важная отличительная особенность бизнес-модели группы – право собственности на подавляющее большинство объектов недвижимости, в которых размещены автосалоны (общей площадью более 40 тыс. кв. м), и земельные участки под ними (60 тыс. кв. м.) Еще 50 тыс. кв. м земли перейдет в собственность компании после завершения строительно-монтажных работ. Лишь незначительная часть принадлежащей компании недвижимости служит обеспечением банковских кредитов.
- ТТС готовит аудированную консолидированную отчетность по РСБУ, отражающую операции всех компаний, входящих в состав группы.
- До настоящего времени долговая политика компании носила консервативный характер. В 2006 г. отношение долга к EBITDA составило 1,2х. По нашим оценкам, значение коэффициента на конец 2007 г. не превысит 2,3х.
- Присущие компании риски связаны прежде всего с возможностью ухудшения макроэкономической конъюнктуры и, как следствие, замедления роста авторынка. Кроме того, высокие темпы открытия новых автосалонов предъявляют жесткие требования к планированию и мониторингу коммерческих расходов, неконтролируемый рост которых может отрицательно сказаться на рентабельности.

ТТС-1 '10

Сектор	Розничная торговля
Размещение	14 августа 2007 г.
Эмитент	ЗАО "ПФ "ТрансТехСервис"
Объем	1 млрд руб.
Купон	квартальный
Погашение	3 года
Оферта	1 год
Организатор	ФК УРАЛСИБ
Справ. д-ть	УТР 11-11,1%

Ключевые финансовые показатели

млн руб.	2005	2006
Выручка	6 262	8 680
Валовая прибыль	577	1 071
ЕБИТДА	327	709
Чистая прибыль	228	554
Активы, в т.ч.	2 111	3 310
ОС и кап. вложения	646	1 011
Собственный капитал	832	1 596
Долг	857	868
Валовая рентабельность	9,2%	12,3%
Норма ЕБИТДА	5,2%	8,2%
Чистая рентабельность	3,6%	6,4%
Долг / Выручка	0,14	0,10
Долг / ЕБИТДА	2,62	1,22
ЕБИТДА / Проценты	6,57	12,06
Долг / Собств. капитал	1,03	0,54
Долг / Активы	0,41	0,26
Оборотные активы / Активы	0,65	0,67
Краткосрочн. долг	75%	92%
Коэф. текущей ликвидности	1,29	1,36
Оборачиваемость деб. зад-ти, дн.	31	43
Оборачиваемость кред. зад-ти, дн.	27	40
Оборачиваемость запасов, дн.	27	44

Источник: ТТС



Параметры выпуска

Группа «ТрансТехСервис» (ТТС) разместит дебютный облигационный заем на сумму 1 млрд руб. сроком обращения три года. Эмитентом будет выставлена годовая оферта на приобретение облигаций выпуска по номиналу. В период до оферты инвесторы будут ежеквартально получать купонный доход в размере, равном ставке первого купона, установленной в ходе аукциона.

Цель облигационного займа

Средства, привлеченные в ходе размещения облигаций, компания направит на развитие торговой сети.

В соответствии с инвестиционной программой группы в 2007 г. на создание новых дилерских центров будет израсходовано 1100 млн руб.

Структура выпуска

Эмитентом облигаций выступает ЗАО «ПФ «ТрансТехСервис», холдинг, в собственности которого находятся все операционные компании группы.

Поручительство по выпуску предоставлено входящим в состав группы ООО «ПФ «ТрансТехСервис-2» – эта компания занимается продажей и обслуживанием автомобилей Toyota в Казани.

Профиль эмитента

Созданная в 1992 г. компания «ТрансТехСервис» занимает доминирующее положение на розничном автомобильном рынке Татарстана и имеет сильные рыночные позиции в Приволжском федеральном округе.

Группа начинала свою деятельность с продажи и обслуживания автомобилей производства «АвтоВАЗа», а уже в 1995 г. дилерский портфель компании пополнился первыми иномарками. По мере роста доходов населения после кризиса 1998 г. группа ТТС стремительно укрепляла свои позиции как дилера автомобилей иностранного производства. Если в 2001 г. 95% проданных компанией автомобилей были российского производства, то по итогам 2006 г. продажи российских марок составили лишь 29,5% в натуральном и немногим более 13% в денежном выражении.

Помимо продажи автомобилей и сопутствующих направлений бизнеса – реализации запасных частей и установки дополнительного оборудования, ТТС является дистрибьютором шин Nokian Tires в Татарстане.

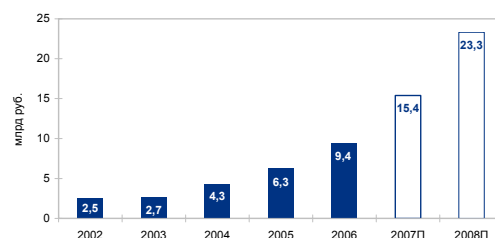
ТрансТехСервис – один из крупнейших розничных операторов на автомобильном рынке Поволжья. Выручка компании (без НДС) в 2006 г. превысила 8,6 млрд руб., а объем реализации в натуральном выражении превысил 18,7 тыс. автомобилей. В 2007 г. группа планирует довести объем продаж до 23,5 тыс. шт.

Розничная сеть компании насчитывает 27 автосалонов в Татарстане (Казань, Набережные Челны, Альметьевск), Башкортостане (Уфа), Удмуртии (Ижевск) и Чувашии (Чебоксары). Наиболее широко ТТС представлена в Татарстане.

Только за 2006 г. компания открыла 13 новых автосалонов. Согласно программе развития группы к концу 2010 г. ее розничная сеть увеличится до 74 автоцентров, в том числе в 2007 г. предполагается открыть пять, 2008 г. – 23 и в 2009–2010 гг. – 21 новый центр.

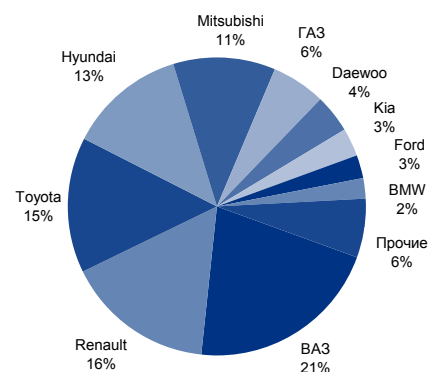
ТТС является официальным дилером 18 зарубежных марок автомобилей, в том числе: BMW, Porsche, Mini, Land Rover, Audi, Jaguar, Volvo, Toyota, Mazda, Mitsubishi, RENAULT, Peugeot, Fiat, Ford,

Динамика продаж автомобилей (с учетом НДС), 2002–2006 гг.



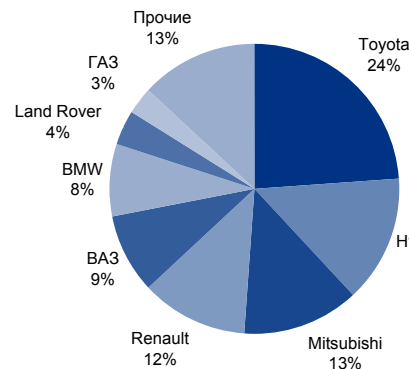
Источник: ТТС

Структура продаж по производителям в натуральном выражении, 2006 г.



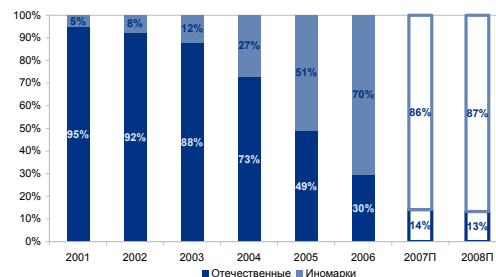
Источник: ТТС

Структура продаж по производителям в денежном выражении, 2006 г.



Источник: ТТС

Структура продаж в натуральном выражении: иномарки и отечественные автомобили 20012008П



Источник: ТТС



DAEWOO, KIA, HYUNDAI, Ssang Yong и автомобилей производства ОАО «АВТОВАЗ».

Следует отметить важную отличительную особенность бизнес-модели ТТС: большинство объектов недвижимости, в которых размещены автосалоны группы, находятся в ее собственности. в 2006 г. площадь помещений, занимаемых автоцентрами Группы ТТС, составляла более 40 тыс. кв. м, из которых она арендовала лишь 1,1 тыс. кв. м, или менее 3%. ТТС владеет также земельными участками, на которых расположены автосалоны. Общая площадь таких участков составляет 110 тыс. кв. м, из которых 60 тыс. кв. м находятся в собственности группы, а 50 тыс. кв. м арендуются. Арендкуемые земельные участки, как правило, переходят в собственность ТТС после завершения строительства на них автосалонов и оформления документов на недвижимость.

По итогам 2006 г. выручка компании выросла на 39% при увеличении продаж в натуральном выражении на 17% – с 16 до 18,7 тыс. автомобилей, в том числе продажи иномарок выросли на 62%, а продажи автомобилей российского производства снизились на 30%.

Выручка компании формируется за счет следующих основных направлений деятельности:

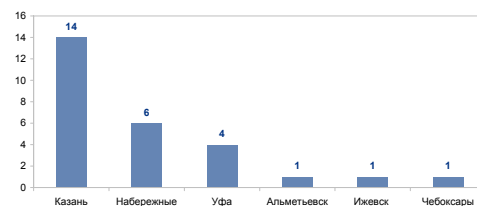
- продажа автомобилей (86%);
- продажа запчастей и установка дополнительного оборудования (2%);
- сервисное обслуживание (5%);
- брокерские услуги, лизинг и пр. (6%).

В 2006 г. на долю названных направлений пришлось 86%, 2%, 5% и 6% продаж соответственно. Однако вклад каждого из направлений в валовую прибыль принципиально отличался от их долей в выручке. Поскольку рентабельность продажи автомобилей регулируется автопроизводителями, существенную часть прибыли автодилерам приносят высокорентабельные направления по установке дополнительного оборудования, сервисного обслуживания и других сопутствующих услуг. Так, в 2006 г. вклад основного направления – торговли автомобилями, в формирование валовой прибыли составил лишь 47%, тогда как его доля в выручке равнялась 86%.

Средняя цена продажи автомобиля покупателю в 2006 г. достигла около 504 тыс. руб., превысив аналогичный показатель за 2005 г. на 28% (395 тыс. руб.). Изменение средней цены автомобиля связано с пополнением портфеля более дорогими брендами: Jaguar, Audi, Mini, Volvo, Porsche, Fiat.

В ближайшее время компания планирует пополнить дилерский портфель семью новыми марками: Honda, Lexus, Subaru, GM, Nissan, Škoda, Volkswagen.

Розничная сеть Группы ТТС



Источник: ТТС

В течение последних трех лет выручка от продажи автомобилей ежегодно росла в среднем на 51,5%

По итогам 2006 г. продажи иномарок выросли на 62% в натуральном выражении

В собственности ТТС находятся помещения автоцентров общей площадью около 40 тыс. кв. м, расположенных на принадлежащих компании земельных участках площадью 60 тыс. кв. м

Еще 50 тыс. кв. м. земли арендуется до завершения на них строительства автосалонов, после чего участки, вероятно, перейдут в собственность ТТС

Рост средней продажной цены автомобиля с 395 до 504 тыс. руб. отражает увеличение доли дорогих марок в структуре продаж

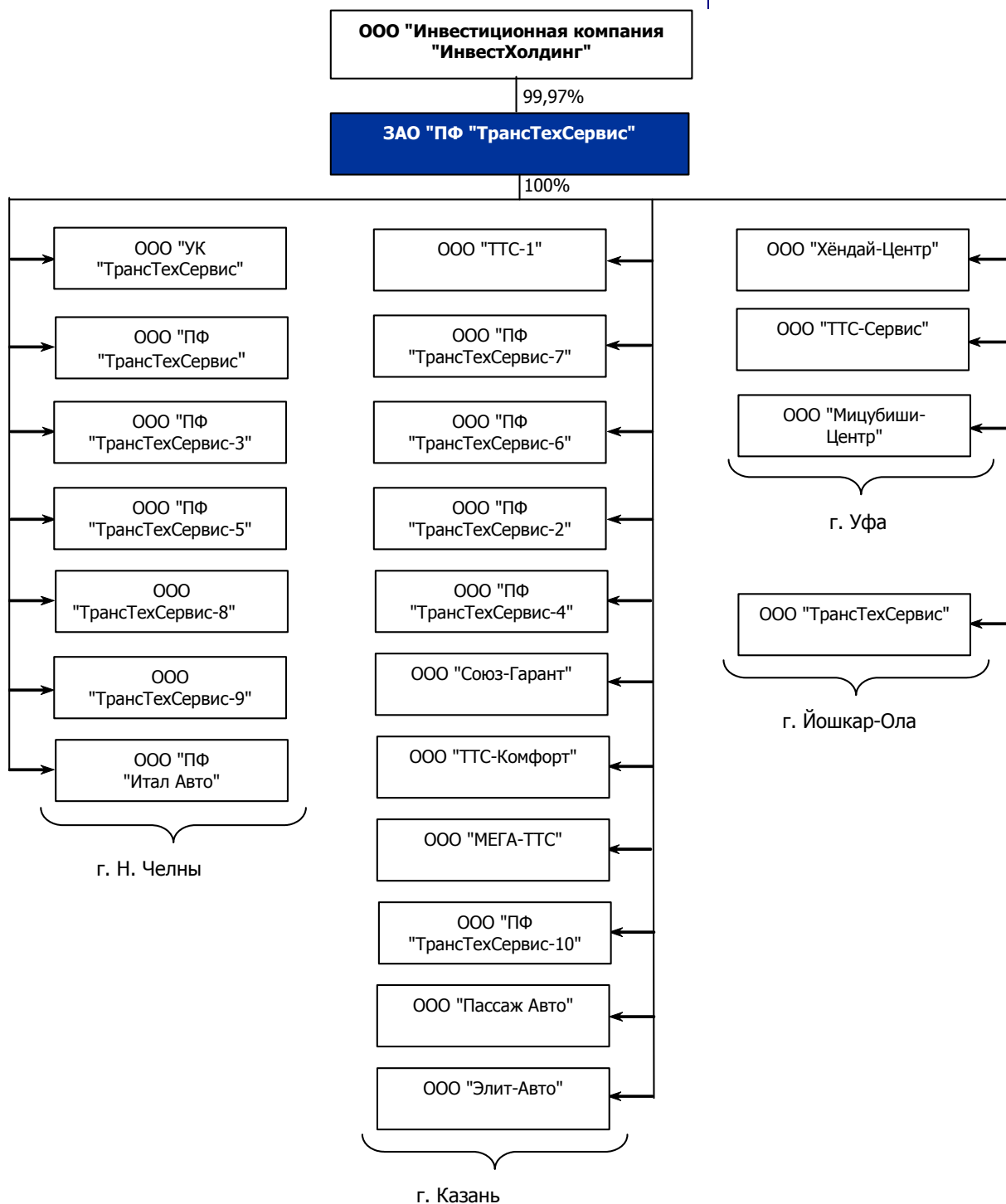


Акционеры и структура собственности

Юридически группа представляет собой холдинговую структуру во главе с ЗАО «ПФ «ТрансТехСервис». Конечным бенефициаром компании является ее основатель и председатель совета директоров, Вячеслав Викторович Зубарев.

На схеме представлены основные операционные компании группы «ТТС».

Владельцем компании является ее основатель и председатель совета директоров В.В.Зубарев





Рынок авторитейла

Благоприятная макроэкономическая ситуация в стране, рост доходов населения, развитие банковской системы и стремительное увеличение объемов потребительского кредитования – все это обеспечивает высокие темпы роста компаний розничного сектора, уровень развития которого пока 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.
- 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 их число составило 338, в Чехии – 404, в 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%.

ТТС опережает рынок по масштабам сотрудничества с кредитными организациями. В 2006 г. в кредит было приобретено 6074 автомобилей, что составляет 32% от общего числа проданных компанией машин.

Кредиты для приобретения автомобилей в автоцентрах ТрансТехСервиса предоставляются ведущими банками страны и крупнейшими кредитными организациями региона. В их числе: банки «Абсолют», «АК БАРС», «ИнвестКапиталБанк», «Райффайзенбанк», «Ренессанс кредит», «Росбанк», «Русфинанс Банк», «Русь-Банк», Сбербанк РФ, «УРАЛСИБ» и «Юниаструм».

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 двух до почти пяти млн. шт. По более консервативной оценке, предполагающей 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 среднегодовые темпы роста отрасли в денежном выражении от 18% по консервативной до 25% по оптимистической оценке.

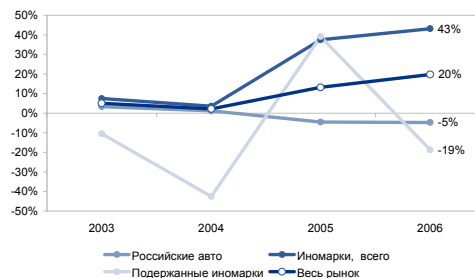
Уже по итогам первого квартала 2007 г. в России было продано на 26,3% новых автомобилей больше, чем в том же квартале 2006 г.

Правила игры на рынке авторитейла

Торговля автомобилями – жестко регулируемый рынок, правила игры на котором устанавливают заводы-производители. Принцип зонирования позволяет им ограничивать конкуренцию, обеспечивать

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.

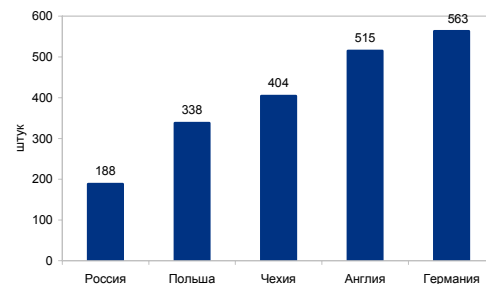
Темпы роста автомобильного рынка в 2003–2006 гг.



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

Иномарки вытесняют автомобили российских производителей с дорог страны

Количество автомобилей на 1000 населения в 2006 г.



Источник: European Automobile Industry Report, оценка PWC

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.

Около 32% продаж ТТС в 2006 г. финансировалось покупателями при помощи банковских кредитов



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 в той зоне и теми дилерами, которым данный автомобиль предназначался по квоте.

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

Конкурентные позиции

Дилерский портфель компании включает восемь из десяти самых продаваемых в России марок автомобилей. По итогам 2006 г. они обеспечили 86% объема реализации в натуральном и 80% – в денежном выражении.

В 2006 г. компания начала продавать автомобили Jaguar, Volvo, Mini, Audi, Ford, Mazda, Ssang Yong и Peugeot.

В ближайших планах компании пополнение дилерского портфеля семью новыми марками: Honda, Lexus, Subaru, GM, Nissan, Škoda и Volkswagen.

ТТС занимает сильные позиции на рынке авторитейла Приволжского федерального округа и является безусловным лидером в Татарстане, где по состоянию на конец 2006 г. компания контролировала 49% рынка. В настоящее время компания оценивает свою долю рынка в 52%.

Доля общероссийского рынка ТТС по итогам 2006 г. оценивается в 1,04%. При этом доля по новым иномаркам составила 1,31% от общероссийских продаж и увеличилась до 1,38% по итогам первого полугодия 2007 г.

По продаже основных марок ТТС занимала следующие доли на российском рынке в 2006 г. (в натуральном выражении):

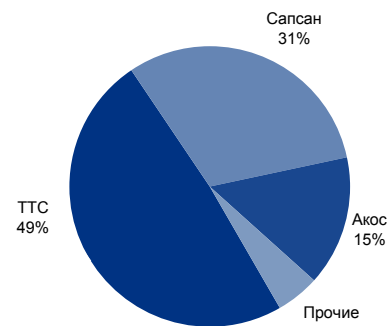
- BMW – 4,5%;
- Land Rover – 3,0%;
- Toyota – 2,9%;
- Mitsubishi – 3,1%;
- Renault – 4,2%;
- Hyundai – 2,4%.

Основными конкурентами холдинга в Татарстане являются официальные дилеры – «Сапсан» и «Акос», доля которых в 2006 г. оценивалась в 31% и 15% соответственно (37% и 10% в настоящее время).

По сравнению с ТТС дилерский портфель конкурентов менее диверсифицирован. В автоцентрах Сапсана представлены 10 брендов: Audi, Volvo, Honda, Hyundai, Daewoo, Ford, KIA, Fiat, Ssang Yong и Škoda, а Акос продает автомобили марок Hyundai, ГАЗ, Suzuki, Daewoo, Nissan, KIA, Fiat, Ssang Yong и Citroen.

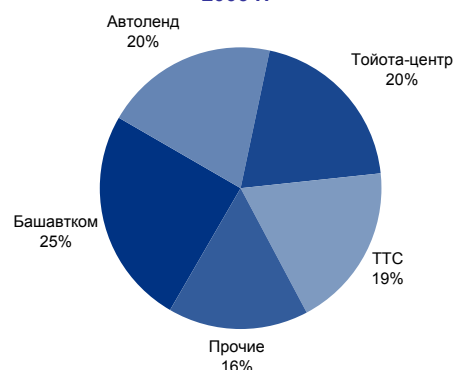
Рынок авторитейла во втором крупнейшем регионе присутствия, Башкортостане, более сегментирован. Среди крупнейших игроков

Основные конкуренты ТТС в Татарстане, 2006 г.



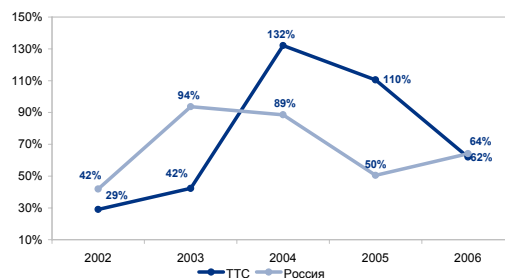
Источник: ТТС

Основные конкуренты ТТС в Башкортостане, 2006 г.



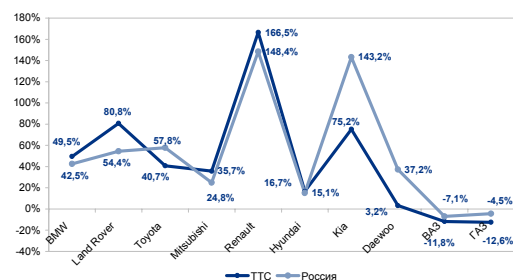
Источник: ТТС

Темпы роста продаж легковых иномарок в 2002–2006 гг.



Источник: ИАА «Автомобильная статистика», ТТС

Темп роста продаж легковых автомобилей по маркам в 2006 г.



Источник: ИАА «Автомобильная статистика», журнал «Авторевю», ТТС



следует выделить четыре компании: «Башавтоком», «Автоленд», «Тойота-центр» и «ТТС», каждая из которых контролирует значительную долю рынка. Крупнейший игрок – Башавтоком с долей 25%, доля ТТС – 19%.

Дилерский портфель Башавтокома включает такие марки, как Nissan, Renault и Honda, Автоленд продает автомобили Ford, Mazda и Mitsubishi, а Тойота-центр является дилером Toyota.

Конкурентным преимуществом ТТС является высокая концентрация дорогих марок автомобилей в дилерском портфеле. Темпы роста их продаж в 2006 г. превышали показатели российского рынка в целом, в частности продажи:

- BMW выросли на 49,5% против 42,5% в целом по России;
- Land Rover – на 80,8% против 54,4%;
- Mitsubishi – на 35,7% против 24,8%;
- Renault – на 166,5% против 148,4%;
- Hyundai – на 16,7% против 15,1%.

Продажи автомобилей Toyota также росли высокими темпами, но несколько отставали от общероссийской динамики: за 2006 г. в салонах ТТС было продано на 40,7% больше автомобилей этой марки, чем в 2005 г., тогда как в целом по России продажи увеличились на 57,8%. Такая динамика была связана с ограниченной величиной квоты ТТС на автомобили Toyota. В ближайшее время ситуация может выправиться так как компания получила дополнительные квоты и уже ведет строительство двух новых автоцентров Toyota в Казани.

В 2006 г. шесть марок автомобилей, показавших наилучшую динамику по сравнению с автомобильным рынком страны, обеспечили 58% продаж компании в натуральном выражении в 2006 г.

Инвестиционная программа

ТТС планирует инвестировать 1,1 млрд руб. в развитие сети автоцентров в городах Поволжья и Урала.

Основной акцент инвестиционной программы смещен в сторону региона, где позиции группы наиболее сильны. В течение года около 57% (630 млн руб.) от запланированного объема инвестиций будет направлено на строительство автосалонов в Казани, в числе которых новые точки продаж автомобилей Porsche, Audi, Toyota, Mitsubishi, Ford и Fiat.

На создание новых автосалонов в Уфе (Land Rover, Volvo, Jaguar, Mitsubishi, Hyundai и Renault) компания израсходует около 265 млн руб.

В Набережных Челнах: до конца 2007 г. будет инвестировано 60 млн руб. в строительство автоцентров BMW, Land Rover и Fiat.

Реализация проектов строительства 10 автоцентров в Ижевске, Чебоксарах, Йошкар-Оле, Оренбурге и Кирове потребует еще около 144 млн руб. в 2007 г.

Объем начальных инвестиций, необходимых для открытия автоцентра, варьируется в зависимости от особенностей строительного рынка в регионах присутствия ТТС. В среднем по состоянию на конец 2006 г. затраты на строительство 1 кв. м нового автоцентра, включая стоимость оборудования, но без учета затрат на приобретение земельного участка оценивалась в 34 тыс. руб.

По итогам 2006 г. ТТС опережала российский рынок по темпам роста продаж целого ряда иномарок (BMW, Land Rover, Mitsubishi, Renault и Hyundai)

Инвестиционная программа группы в 2007 г. ограничивается 1,1 млрд руб.

В 2007 г. ТТС планирует открыть 5 новых автосалонов



Финансовая отчетность

Группа ТТС готовит отчетность входящих в ее состав компаний по РСБУ, а также представляет аудированную консолидированную отчетность по РСБУ.

Представленный ниже анализ основан на аудированной консолидированной отчетности по РСБУ за 2005 и 2006 гг.

Прибыли и убытки

По итогам 2006 г. выручка ТТС выросла на 38,6% достигнув 8,7 млрд руб. В последние годы увеличение доходов населения и масштабов потребительского кредитования способствовали существенному ускорению роста продаж. Если в 2003 г. выручка компании от продажи автомобилей увеличилась всего на 8%, то начиная с 2004 г. она росла в среднем на 51,6% в год, а продажи в натуральном выражении – на 10,7%. Важнейшим фактором успеха стала переориентация компании на торговлю автомобилями иностранного производства. В течение последних трех лет продажи иномарок ежегодно удваивались, увеличившись с 1,7 тыс. шт. в 2003 г. до 13,2 тыс. шт. в 2006 г.

В настоящее время львиная доля выручки компании формируется продажей автомобилей – в 2006 г. этот сегмент бизнеса обеспечил 86% продаж в денежном выражении. Однако в последнее время возрастает удельный вес сопутствующих направлений, в особенности высоко rentable брокерских услуг (комиссионное вознаграждение, выплачиваемое банками и страховыми компаниями за реализацию их продуктов в автоцентрах группы), доля которых в выручке по итогам 2006 г. увеличилась с 2,4% до 6,4%

По итогам 2006 г. темпы роста выручки оказались одинаковыми во всех сегментах: продажах автомобилей, запчастей, установке дополнительного оборудования и услугах техсервисов, и составили приблизительно 33%.

Как и у московских автодилеров, доля продаж автомобилей в структуре валовой прибыли ТТС существенно ниже, чем их удельный вес в выручке. Так, в 2006 г. только 47% валовой прибыли было обеспечено продажей автомобилей, второй по значимости оказалась доля брокерских услуг (35%), за которыми следовали доходы техсервисов, продажа запчастей и установка дополнительного оборудования – 5% и 12% соответственно.

Сопутствующие направления бизнеса ТТС заметно уступают московским автодилерам по валовой рентабельности. Так, в 2006 г. валовая рентабельность техсервисов ТТС находилась на уровне 28,5%, тогда как аналогичный показатель Инком-Авто составил около 70%.

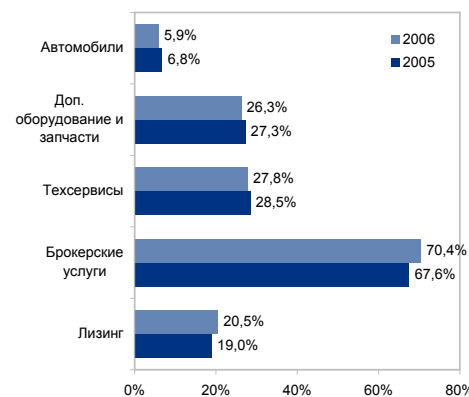
С другой стороны, ТТС отличается значительно более низким, чем у столичных дилеров, уровнем коммерческих и управленческих расходов. Этому способствует главным образом структура собственности, в

Основные финансовые показатели ТТС 2005–2006 гг.

млн руб.	2005	2006
Выручка	6 262	8 680
Валовая прибыль	577	1 071
ЕВITDA	327	709
Чистая прибыль	228	554
Активы, в т.ч.	2 111	3 310
ОС и кап. вложения	646	1 011
Собственный капитал	832	1 596
Долг	857	868
Валовая рентабельность	9,2%	12,3%
Норма ЕВITDA	5,2%	8,2%
Чистая рентабельность	3,6%	6,4%
Долг / Выручка	0,14	0,10
Долг / ЕВITDA	2,62	1,22
ЕВITDA / Проценты	6,57	12,06
Долг / Собств. капитал	1,03	0,54
Долг / Активы	0,41	0,26
Оборотные активы / Активы	0,65	0,67
Краткосрочн. долг	75%	92%
Коэф. текущей ликвидности	1,29	1,36
Оборачиваемость деб. зад-ти, дн.	31	43
Оборачиваемость кред. зад-ти, дн.	27	40
Оборачиваемость запасов, дн.	27	44

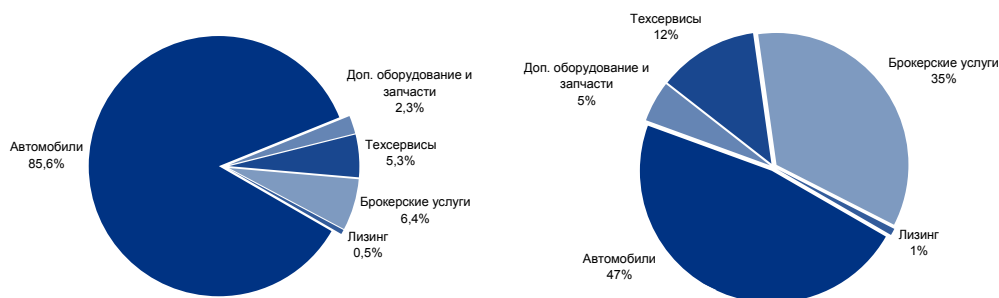
Источник: ТТС

Валовая рентабельность направлений бизнеса в 2006 г.



Источник: ТТС

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



Источник: ТТС



которой преобладают собственные автосалоны. Благодаря этому доля аренды в затратах стремится к нулю. Важную роль в снижении затрат играют также минимальный рекламный бюджет, более низкий ФОТ и общий более низкий уровень расходов на ведение бизнеса в регионах присутствия ТТС.

Таким образом, относительно невысокий уровень валовой рентабельности компенсируется более низкими коммерческими и управленческими расходами.

Валовая рентабельность увеличилась с 9,2% в 2005 г. до 12,3% в 2006 г. В некоторой степени этому росту способствовал опережающий рост выручки по сравнению с себестоимостью, но основная заслуга в повышении валовой рентабельности принадлежит направлению брокерских услуг.

Норма EBITDA возросла с 5,2% в 2005 г. до 8,2% в 2006 г. за счет изменения валовой рентабельности, а также контроля над коммерческими и управленческими расходами группы.

Активы

Валюта баланса увеличилась за год на 57,8% и составила 3,3 млрд руб., что было достигнуто за счет расширения сети продаж. В результате почти вдвое увеличилась величина запасов и дебиторской задолженности, а также основных средств (включая незавершенное строительство), совокупный объем которых вырос на 57%.

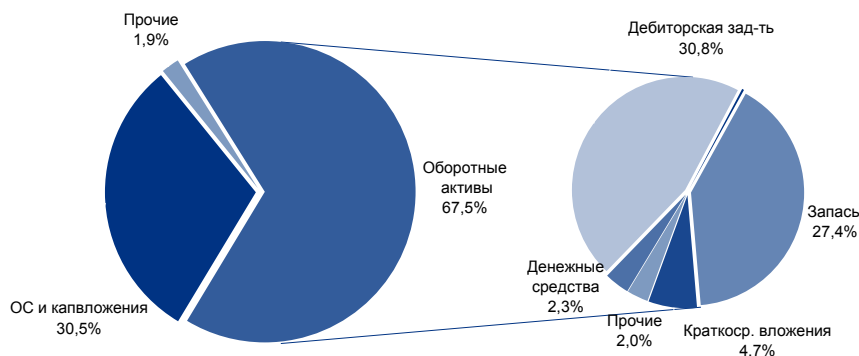
Основная часть активов группы (68%) сформирована оборотными средствами, самый большой удельный вес в которых принадлежит дебиторской задолженности и запасам – 31% и 27% активов соответственно.

В 2006 г. выручка ТТС выросла на 38,6%, достигнув 8,7 млрд руб.

Норма EBITDA увеличилась за год с 5,2% до 8,2%

За счет роста розничной сети активы группы увеличились на 57,8% и достигли 3,3 млрд руб.

Структура активов в 2006 г.



Источник: ТТС

Доля внеоборотных активов составила 32,5% совокупных активов группы. В структуре внеоборотных активов преобладали основные средства и незавершенное строительство, на которые пришлось 30,5% совокупных активов.

От автодилеров, представленных на публичном долговом рынке, Группу ТТС отличает высокая доля автоцентров, находящихся в ее собственности. По состоянию на конец 2006 г. площадь помещений, занимаемых автоцентрами группы, составила более 40 тыс. кв. м, из которых компания арендовала лишь 1,1 тыс. кв. м, или менее 3%. Кроме того, ТТС владеет земельными участками, на которых расположены автосалоны. Общая площадь таких участков составляет 110 тыс. кв. м, из которых 60 тыс. кв. м находятся в собственности группы. Арендные участки, общая площадь которых в 2006 г. была равна 50 тыс. кв. м, как правило, переходят в собственность группы

Компания не проводила оценку рыночной стоимости объектов недвижимости, однако очевидно, что она многократно превышает балансовую стоимость



после завершения строительства на них автосалонов и оформления документов на недвижимость.

Обращаем внимание, что балансовая стоимость основных средств компании не дает представления о рыночной стоимости объектов.

Лишь незначительная часть недвижимости, служит обеспечением привлеченных банковских кредитов. По состоянию на конец первого полугодия 2007 г. В залоге находились:

- административно-торговый комплекс ЗАО "ПФ «ТТС» общей площадью 2,7 тыс. кв. м в Набережных Челнах;
- земельный участок площадью 4,99 тыс. кв.м;
- незавершенное строительство здания автосалона в Казани общей площадью 15,7 тыс. кв. м.

Долг

На конец 2006 г. финансовый долг ТТС составил 868 млн руб., а за первое полугодие 2007 г. увеличился до 1 289 млн руб.

В отличие от столичных автодилеров, представленных на публичном долговом рынке, долговая нагрузка ТТС крайне невысока. Это связано с тем, что до недавнего времени компания прибегала к краткосрочному (2–4 месяца) финансированию. Возможность привлечения краткосрочных кредитов обусловлена быстрой оборачиваемостью денежных средств, которая в 2006 г. составила около 1,5 мес.

На конец 2006 г. отношение Долг/ЕБИТДА равнялось 1,2х, снизившись по сравнению с 2,6х в 2005 г.

До недавнего времени группа кредитовалась преимущественно в Сбербанке и региональных банках, таких, как «АК БАРС», «Татфондбанк», «Спурт», «Девон-Кредит». Однако в последнее время ряд крупнейших банков страны, обладающих развитыми федеральными сетями, открыл компании кредитные линии, что позволило снизить стоимость финансирования.

На конец первого полугодия размер кредитных линий, открытых для ТТС, превышал 7 млрд руб.

В результате размещения дебютного выпуска облигаций долг компании увеличится на сумму привлеченных средств – 1 млрд руб., и без учета дополнительных займов, которые, возможно, будут привлечены во втором полугодии, может составить около 2,3 млрд руб. в конце 2007 г.

Учитывая названный менеджментом компании размер капитальных вложений (1,1 млрд руб.), запланированных на 2007 г., мы полагаем, что у группы не будет необходимости привлекать дополнительное долгосрочное финансирование. Рост потребности в оборотном капитале ввиду существенного увеличения числа автосалонов в 2006 г. и планируемого в 2007 г. открытия пяти новых автоцентров, по видимому, не окажет сильного давления на долговую нагрузку, поскольку группа может прибегать к краткосрочному финансированию операционной деятельности. Однако по нашим ожиданиям упоминавшийся значительный рост сети продаж в 2006 г. повлечет за собой рост коммерческих расходов и, следовательно, снижение рентабельности ЕБИТДА по итогам 2007 г. Мы считаем, что дополнительные расходы могут снизить норму ЕБИТДА с текущих 8,2% до 7%–7,3%. Таким образом, при условии сохранения сезонности продаж, наблюдавшейся в 2006 г. отношение долга к ЕБИТДА может составить 2,2х–2,3х.

Ликвидность

В 2006 г. коэффициент текущей ликвидности составил 1,36х, несколько увеличившись по сравнению с 1,29х в 2005 г.

Лишь незначительная часть основных средств служит обеспечением по банковским кредитам

На 1 августа 2007 г. долг ТТС составил 1,3 млрд руб.

Структура долга ТТС на 1 августа 2007 г.



Источник: ТТС

Долг/ЕБИТДА в 2006 г. – 1,2х



В 2006 г. опережающий рост EBITDA по сравнению с процентными расходами вкуче со снижением стоимости заимствования привел к улучшению коэффициента покрытия EBITDA/Проценты с 6,6х до 12,1х.

По нашему мнению, ликвидность компании достаточно высока для обеспечения ее текущей деятельности и обслуживания долга, а сумма невыбранных средств в рамках открытых кредитных линий, которая составляет 5,7 млрд. руб., обеспечивает доступ к краткосрочному финансированию операционной деятельности группы.

EBITDA/Проценты в 2006 г. – 12х

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.
- Рынки Москвы и Санкт-Петербурга вступают в фазу насыщения и в ближайшие годы лидерами роста продаж станут региональные рынки.
- Группа ТТС – крупнейший автодилер в Приволжском федеральном округе, особенно сильные позиции на рынке Татарстана обеспечивают защиту от конкурентов на локальном рынке.
- Структура дилерского портфеля компании, в котором преобладают иномарки среднеценового и дорогого сегментов, обеспечивает группе более высокую рентабельность по сравнению с другими автодилерами, представленными на рынке облигаций.
- Важная отличительная особенность бизнес-модели группы – право собственности на подавляющее большинство автосалонов, лишь незначительная часть которых служит обеспечением по банковским кредитам.
- До настоящего времени долговая политика компании носила консервативный характер, а инвестиционные запросы, продекларированные на 2007 г. позволяют рассчитывать на сохранение взвешенного подхода к привлечению долгового финансирования.
- Группа готовит аудированную консолидированную отчетность по РСБУ, отражающую операции всех компаний, входящих в группу.

Слабые стороны и риски

- Ухудшение макроэкономической конъюнктуры и снижение темпов роста автомобильного рынка может негативно повлиять на темпы роста компании.
- Отсутствие аудированной консолидированной отчетности по международным стандартам не позволяет получить полное представление о финансовом состоянии эмитента.
- Высокие темпы открытия новых автосалонов могут привести к снижению рентабельности бизнеса.



Сравнение с другими компаниями сектора

В настоящий момент на внутреннем рынке облигаций представлены три автодилера – Инком-Авто, Автомир и Атлант-М.

Мы выполнили сравнительный анализ ТТС, Инком-Авто, Автомира и Атланта-М на основе аудированной консолидированной отчетности по РСБУ группы ТТС и управленческой отчетности Инком-Авто, Автомира и Атланта-М по итогам 2006 г.

Мы хотели бы обратить внимание инвесторов на то, что данные отчетности компаний не полностью сопоставимы, так как в основе подготовки отчетности лежат разные принципы. Не располагая подробной информацией об их применении (в частности Автомиром и Атлантом-М), мы не в состоянии скорректировать финансовую отчетность компаний таким образом, чтобы сравнивать показатели с большей уверенностью.

Мы полагаем, что наиболее объективными из всех финансовых показателей являются выручка и абсолютная величина долга. При этом наибольшие сомнения у нас вызывают величины рентабельности, а также все коэффициенты, рассчитанные одновременно на основе показателей баланса и отчета о прибылях и убытках.

Для целей сравнения компаний показатель EBITDA был рассчитан с рядом допущений. В частности, из расчета EBITDA были исключены сальдо прочих доходов и расходов у ТТС, внереализационные доходы и расходы у Автомира, а также сальдо прочих операционных доходов и расходов у Атланта-М, включающие курсовые разницы – с тем, чтобы приблизиться к оценке EBITDA от дилерской деятельности.

Следует также учитывать, что, в отличие от отчетности ТТС, данные отчета о прибылях и убытках Инком-авто, Автомира и Атланта-М включают НДС. К другим известным нам расхождениям относится тот факт, что в отчетности ТТС учтены комиссии, полученные от банков и страховых компаний и сформировавшие около 6,4% выручки группы, тогда как в выручку Инком- Авто, они, по нашим данным, не включены.

Данные отчетности компаний не полностью сопоставимы, так как в основе подготовки отчетности лежат разные принципы

Мы полагаем, что наиболее объективными из всех финансовых показателей являются выручка и абсолютная величина долга

Основные финансовые показатели ТТС в сравнении с конкурентами, 2006 г.

млн долл.	Инком-Авто 2006	Автомир 2006	Атлант-М 2006	ТТС* 2006
Выручка	577	1 073	670	320
Валовая прибыль	88	175	95	39
ЕБИТДА	30	41	38	26
Чистая прибыль	14	28	22	20
Активы	205	323	274	122
ОС и кап. вложения	6	128	101	37
Собственные средства	41	131	105	56
Долг	129	135	133	32
Валовая рентабельность	15,2%	16,3%	14,1%	12,3%
Норма EBITDA	5,2%	3,8%	5,7%	8,2%
Норма чистой прибыли	2,5%	2,6%	3,3%	6,4%
Долг / Выручка	0,22	0,13	0,20	0,10
Долг / EBITDA	4,3	3,3	3,5	1,2
EBITDA / Проценты	2,69	3,23	2,58	12,06
Долг / Капитал	3,18	1,03	1,26	0,57
Долг / Активы	0,63	0,42	0,48	0,26
Текущие активы / активы	0,81	0,60	0,56	0,67
Краткосрочный долг, %	52%	59%	45%	92%
Текущая ликвидность	1,62	1,42	1,60	1,36

* Выручка без учета НДС. Переведено в доллары США по курсу 27,14.

Источник: Данные компаний, оценки УРАЛСИБА

*ТТС в сравнении с Инком-Авто:*

Преимущества:

- ТТС работает на быстрорастущем региональном рынке, то есть в том сегменте, выход в который является стратегическим приоритетом развития Инком-Авто. Иными словами, компания уже сегодня пользуется теми преимуществами, на обеспечение которых нацелена стратегия развития Инком-Авто.
- ТТС опережает Инком-Авто по темпам роста выручки. Среднегодовой рост выручки ТТС в течение последних трех лет составил 51,5% против 28% у Инком-Авто. В первом полугодии 2007 г. выручка ТТС достигла 71% от уровня 2006 г., в целом. Исходя из этого, а также при условии сохранения сезонности, наблюдавшейся в 2006 г., мы оцениваем годовые темпы роста выручки компании около 61%.
- Норма EBITDA ТТС превышала рентабельность Инком-Авто, даже после исключения из выручки ТТС доходов и расходов от брокерской деятельности, которые, по нашим данным, не учтены в показателе выручки Инком-Авто. Скорректированная норма EBITDA составила у ТТС 8,19% – на 3 проц. пункта выше уровня Инком-Авто (5,2%).
- Долговая нагрузка у ТТС ниже, чем у Инком-Авто. На конец 2006 г. отношение долга к EBITDA составило у ТТС 1,2х против 4,3х у Инком-Авто. Коэффициенты Долг/Собственный капитал и Долг/Активы также свидетельствовали о существенно более низкой долговой нагрузке ТТС по сравнению с Инком-Авто.

Негативные факторы:

- К преимуществам Инком-Авто относится многолетняя положительная кредитная история компании на публичном долговом рынке.
- ТТС хоть и незначительно, но уступает Инком-Авто по размеру выручки (выручка ТТС с учетом НДС – около 377 млн долл.)
- Продажа 10%-ой доли в капитале фонду прямых инвестиций AIG может способствовать значительному повышению уровня 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».

Вывод: ТТС достаточно близка к Инком-Авто по размерам, занимает прочные позиции на перспективных региональных рынках Поволжья, почти не обременена долгом и имеет более высокую рентабельность бизнеса. Однако удаленность от столичного рынка и отсутствие публичной кредитной истории создают серьезные психологические препятствия для восприятия компании как более надежного по сравнению с Инком-Авто заемщика. Мы считаем, что справедливая оценка облигаций ТТС не должна содержать значительной премии к долговым обязательствам Инком-Авто.

ТТС в сравнении с Автомиром:

Преимущества:

- ТТС обладает в точности теми же преимуществами перед Автомиром, что и перед Инком-Авто (сегмент рынка, высокая рентабельность и низкая долговая нагрузка). По всем этим показателям ТТС опережает Автомир.

Негативные факторы:

- ТТС почти втрое уступает Автомиру по размеру выручки.

ТТС превосходит столичных автодилеров по уровню рентабельности и темпам роста при существенно более низкой долговой нагрузке, однако удаленность от столичного рынка и отсутствие публичной кредитной истории создают серьезные психологические препятствия для восприятия компании как высоконадежного заемщика

Мы считаем, что справедливая оценка облигаций ТТС не должна содержать значительной премии к долгу Инком-Авто, а существенное превосходство размера бизнеса Автомира по сравнению с ТТС обусловит премию в размере 20–30 бп к спреду Автомира



- Другим недостатком ТТС по сравнению с Автомиром является отсутствие публичной кредитной истории на долговом рынке.

Вывод: ТТС существенно уступает Автомиру по масштабу бизнеса, однако превосходит этого дилера по уровню рентабельности и темпам роста при существенно более низкой долговой нагрузке. Кроме того ее слабой стороной является отсутствие публичной кредитной истории. Мы считаем, что по совокупности факторов, важнейшим из которых является размер бизнеса, ТТС несколько уступает Автомиру, что будет стоить компании в 20–30 бп в доходности.

ТТС в сравнении с Атлантом-М

ТТС выигрывает у Атланта-М по тем же показателям, которые обеспечивают его преимущество перед Инком-Авто и Автомиром: более быстрый рост в течение последних трех лет, низкая долговая нагрузка, более высокая рентабельность. Однако отсутствие адекватной информации о компании не позволяет получить более полного представления о ее бизнесе. Управленческая отчетность Атланта-М не полностью консолидирует бизнес группы в части авторитейла, в консолидированную отчетность не включен автоцентр «Toyota Измайлово» в Москве. Помимо этого, мы не располагаем информацией об объеме продаж в натуральном выражении за 2006 г.

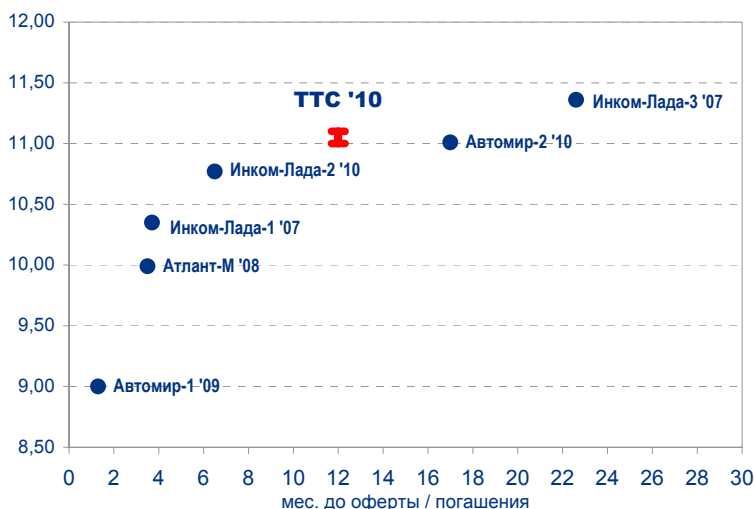
Можно отметить, что, в отличие от Инком-Авто и Автомира, репутационная составляющая в оценке кредитного риска Атланта-М минимальна. Мы считаем, что торгующийся к оферте дебютный выпуск облигаций компании слишком «короток», чтобы служить ориентиром доходности при предстоящем размещении облигаций ТТС.

Прайсинг

Размещенные в июне второй и третий выпуски Автомира и Инком-Авто задали новые ориентиры доходности для облигаций автодилеров. В настоящее время спред Автомира к кривой ОФЗ составляет около 575 бп, а доходность облигаций Инком-Авто предлагает премию в среднем 590 бп к кривой ОФЗ.

Исходя из выполненного нами сравнительного анализа, мы считаем, что справедливый спред облигаций ТТС находится на уровне 595–605 бп, что соответствует доходности к годовой оферте в 11%–11,1%. В этом случае купон на первый год обращения облигаций окажется в диапазоне 10,57%–10,67%.

Картина рынка



Источник:Cbonds, ММББ

Мы оцениваем справедливый спред облигаций ТТС на уровне 595–605 бп к ОФЗ.



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, вице-президент, dov_en@uralsib.ru

Анна Карпова, вице-президент, 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, ст. 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

Наталья Грищенко, вед. специалист, grischenkova@uralsib.ru

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

Ольга Степаненко, вед. специалист, stepanenkaa@uralsib.ru

Виктор Орехов, вице-президент, ore_vv@uralsib.ru

Евгений Кочемзов, вице-президент, kochemazov@uralsib.ru

Ольга Красноперова, аналитик, krasnoperovaou@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, CFA, tabakhav@uralsib.ru

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Политика / Экономика

Владимир Тихомиров, tih_vi@uralsib.ru

Нефть и газ / Энергетика

Каюс Рапану, rap_ca@uralsib.ru

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Евгения Дышлюк, dyshlyukem@uralsib.ru

Павел Попиков, popikovpn@uralsib.ru

Телекоммуникации / Медиа / Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Константин Белов, 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