

# Российские корпоративные облигации

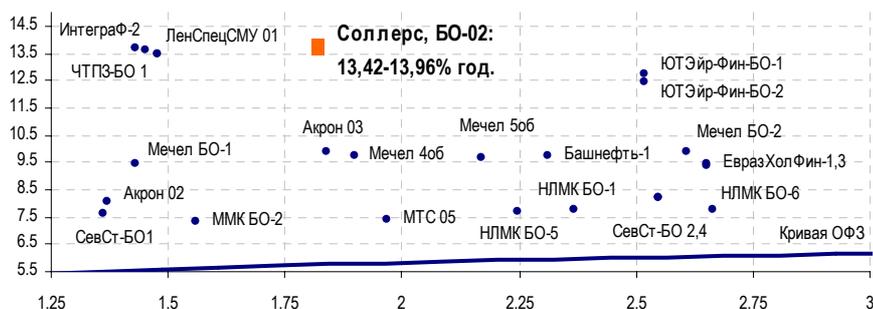
12 апреля 2010 г.

Специальный обзор

## Соллерс: dolce vita российского автопрома

- Соллерс – самый эффективный отечественный автопроизводитель, присутствующий во всех сегментах рынка. Компания концентрируется на наиболее рентабельных и перспективных направлениях. В 2009 г. доля Соллерс на рынке легких коммерческих автомобилей увеличилась с 17% до 27%, внедорожников – с 7% до 8%, грузовиков – с 3% до 4%.
- Долгосрочное партнерство с международными автопроизводителями (FIAT, SsangYong, Isuzu) – ключевая составляющая бизнес-модели Соллерс. Компания производит по лицензии автомобили под иностранными брендами, не уступающие по качеству зарубежным аналогам. Таможенные, транспортные и налоговые льготы, рост уровня локализации дают автомобилям, выпускаемым Соллерс, ценовое преимущество перед импортными.
- Развитие партнерства позволит Соллерс увеличить свою долю на ключевых рынках, а также усилить присутствие в других сегментах. СП с FIAT предполагает организацию производства пассажирских автомобилей годовой мощностью до 500 тыс. ед. Примерно 88% инвестиций (2,1 млрд евро) будет финансироваться за счет государственных средств по схеме проектного финансирования без права регресса на активы Соллерс. Предполагается, что СП будет отражаться в отчетности Соллерс по методу долевого участия в капитале, его активы и обязательства не будут консолидироваться.
- Резкий спад на российском автомобильном рынке в 2009 г. привел к снижению продаж автомобилей Соллерс на 54% в натуральном выражении и на 46% в стоимостном, двигателей – на 74% и 73%, соответственно. По нашим оценкам, выручка Соллерс за 2009 г. составила около 34,5 млрд руб. Несмотря на снижение продаж, за счет сокращения расходов и высвобождения средств из оборотного капитала Компания смогла самостоятельно обслуживать свои процентные расходы и профинансировать преобладающую часть инвестиций (2,7 млрд руб.). Также, по нашим оценкам, по итогам 2009 г. Компания должна выйти на положительную величину EBITDA.
- Государство оказывает автомобильной отрасли беспрецедентную поддержку. Среди ключевых мер - ввод заградительных пошлин на подержанные иномарки и увеличение на 5% пошлин на новые, субсидирование процентных ставок по автокредитам, финансовая поддержка автопроизводителей путем прямого финансирования, предоставления госгарантий, госзакупок, реализации программы утилизации старых автомобилей. В 2010 г. государство планирует вложить в отрасль более 45 млрд руб.
- По нашим оценкам, в 2010 г. Соллерс сможет увеличить объем продаж до 50-55 млрд руб. и достичь уровня рентабельности EBITDA 6-7%.
- Инвестиции в 2010 г. (3,7 млрд руб.) будут связаны с развитием производства на Дальнем Востоке и локализацией штамповочного производства в рамках программы локализации FIAT Ducato.
- По итогам 2010 г. размер чистого долга, вероятно, останется на уровне конца 2009 г. (не более 25 млрд руб.). Соллерс достиг договоренностей с ключевыми банками-кредиторами о рефинансировании краткосрочных кредитов. На июль 2010 г. намечена оферта по выпуску Соллерс, 2 (3 млрд руб.). Компания планирует сохранить заем в рынке, однако, накапливает денежные средства для прохождения оферты. На начало апреля запас ликвидности для этих целей составлял порядка 1,4 млрд руб.

### Оценка доходности облигационного займа Соллерс, БО-02 на 12.04.2010



### Оценка справедливой доходности

- Справедливая доходность Соллерс, БО-02: 13,42%-13,96% год. (оферта через 2 года), что соответствует ставке купона 13,00%-13,50% год.

Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

## Соллерс: краткая информация

**Соллерс - наиболее перспективная компания российского автопрома**

**Компания концентрируется на наиболее рентабельных сегментах рынка**

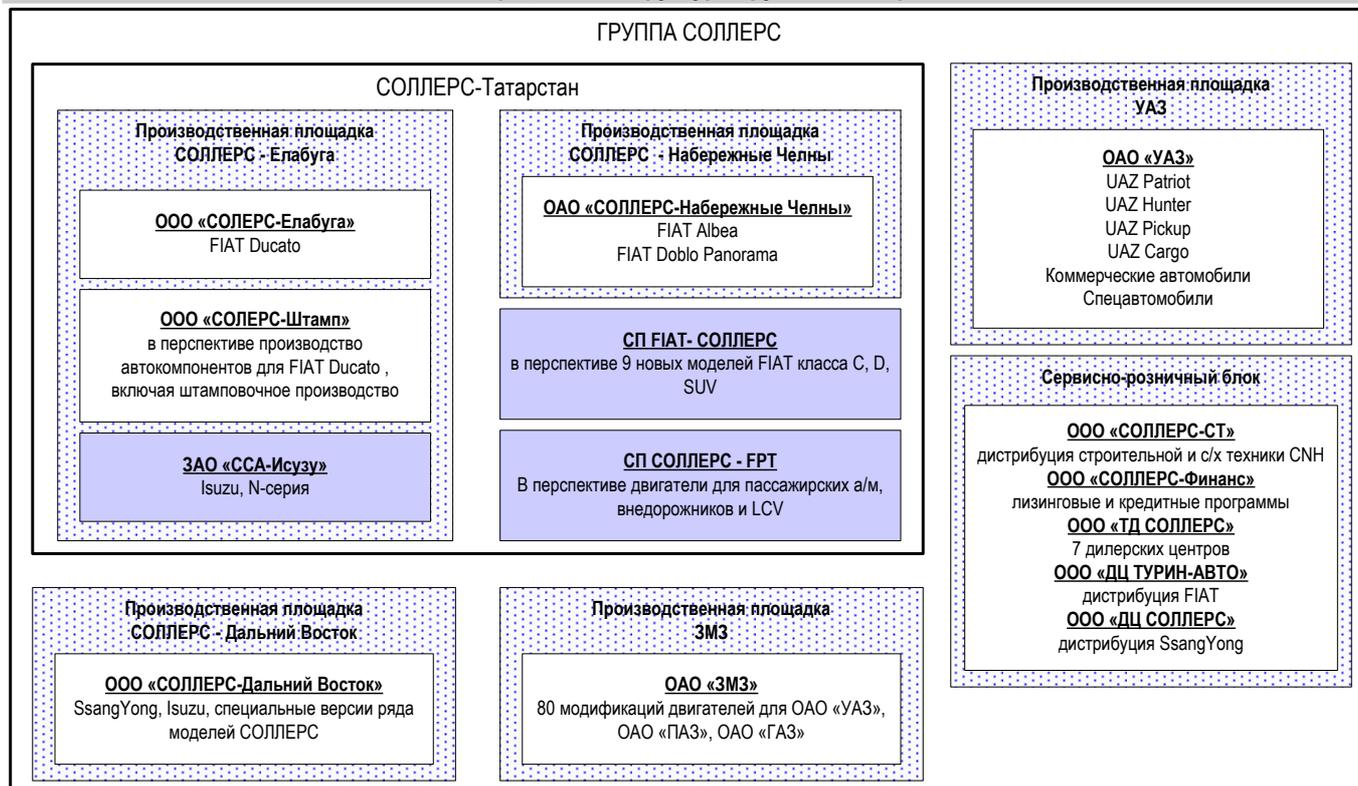
**Партнерство с зарубежными производителями позволило Соллерс занять существенную долю на рынке**

Не являясь крупнейшим российским автопроизводителем, за восемь лет своего развития Соллерс смог стать самой эффективной и наиболее перспективной компанией отрасли.

Компания имеет высоко диверсифицированную линейку российских и зарубежных брендов в наиболее рентабельных сегментах автомобильного рынка (внедорожники, легкие коммерческие автомобили (LCV), легкие и среднетоннажные грузовые автомобили).

Партнерство с зарубежными производителями (FIAT, SsangYong, Isuzu) и использование современных технологий позволяет Соллерс выпускать автомобили под иностранными брендами, не уступающие по качеству зарубежным аналогам, не говоря уже о продукции российских автопроизводителей. Наличие таможенных льгот в рамках режима промышленной сборки, налоговых льгот в Особой экономической зоне «Алабуга» (Елабуга), а также постепенный рост уровня локализации делают продукцию Соллерс более конкурентоспособной в сравнении с иностранными автомобилями.

### Операционная структура Группы Соллерс



\*цветом выделены совместные предприятия с международными автопроизводителями

Источник: Компания

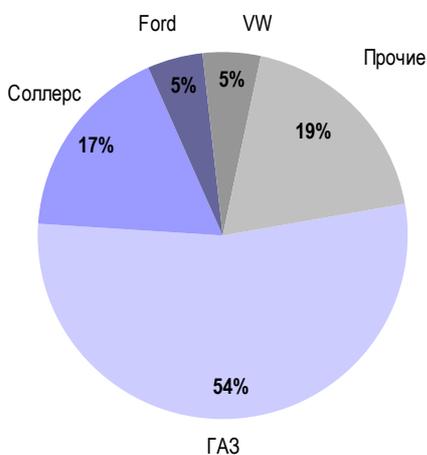
**Контрольный пакет акций Соллерс принадлежит г-ну Швецову В.А.**

Контрольный пакет акций Соллерс принадлежит г-ну Швецову В.А. Около 40% акций Компании обращаются на РТС и ММВБ, а также, в форме GDR, - на внебиржевом рынке в Лондоне.

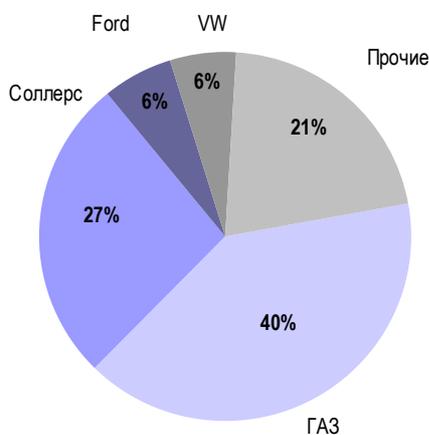
**Доля Sollers в сегменте легких коммерческих автомобилей – 27%, внедорожников – 8%, грузовиков – 4%**

По итогам 2009 г., несмотря на снижение продаж во всей отрасли, Sollers закрепил свои позиции в ключевых сегментах автомобильного рынка: доля Компании в сегменте LCV увеличилась с 17% до 27%, в сегменте внедорожников и кроссоверов (SUV) – с 7% до 8%. Доля в сегменте грузовиков составляет около 4%. Также Группа (ОАО «ЗМЗ») является крупнейшим в России производителем бензиновых двигателей объемом более 2 л.

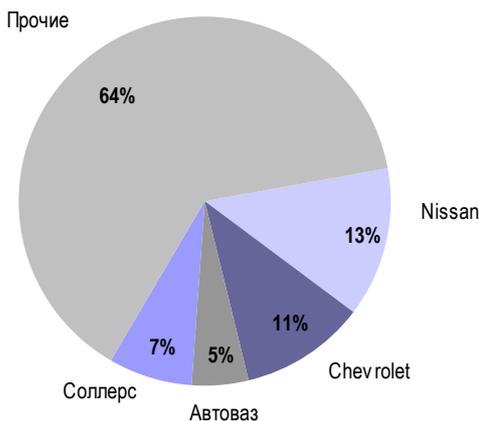
**Рынок LCV в 2008 г.**



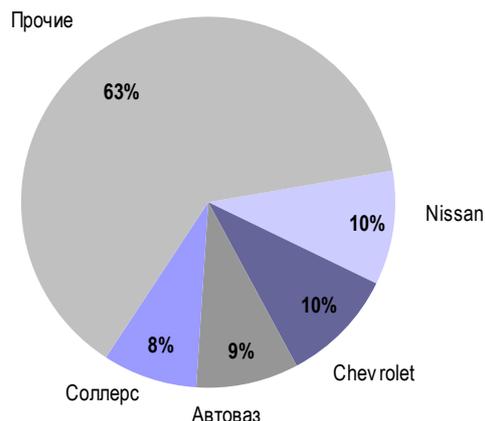
**Рынок LCV в 2009 г.**



**Рынок SUV в 2008 г.**



**Рынок SUV в 2009 г.**



Источник: Компания

**Перспективы роста связаны с укреплением сотрудничества с международными производителями**

Перспективы развития Компании в ближайшие годы связаны с дальнейшим укреплением сотрудничества с FIAT и другими международными партнерами и наращиванием объемов производства автомобилей под иностранными брендами. Это позволит увеличить долю Sollers в сегменте коммерческих автомобилей и внедорожников, а также усилить присутствие в других сегментах рынка пассажирских автомобилей.

## Российский автомобильный рынок в 2009 г.

**В 2009 г. российский авторынок показал наихудшую динамику в сравнении с другими рынками**

Автомобильный рынок оказался среди наиболее пострадавших от мирового финансового кризиса. При этом в сравнении с другими региональными рынками российский авторынок продемонстрировал наихудшую динамику.

Динамика продаж новых легковых автомобилей и LCV в 2009 г.



Источник: PricewaterhouseCooper's

**Высокая зависимость от импорта в условиях снижения располагаемых доходов населения, ограничения автокредитования стали ключевыми факторами падения**

Ключевыми факторами столь резкого снижения стало падение ВВП, сокращение располагаемых доходов населения, рост процентных ставок по автокредитам, и в целом сворачивание программ автокредитования российскими банками. Специфической особенностью отечественного автомобильного рынка является его высокая зависимость от импорта (в 2008 г. – более 60% продаж приходилось на новые и подержанные иномарки).

**Наиболее пострадали продажи новых и подержанных импортных автомобилей**

Девальвация рубля, установление по сути запретительных таможенных пошлин на подержанные иномарки (пошлины увеличились на 50-100%), увеличение пошлин на новые иномарки с 25% до 30%, а также субсидирование процентных ставок по кредитам на покупку автомобилей российского производства привели к тому, что снижение продаж иномарок в 2009 г. было более значительным в сравнении с автомобилями, произведенными в России.

**Доля автомобилей российской сборки увеличилась с 40% до 53%**

Реализация новых иномарок упала на 57%, подержанных – на 97%, тогда как автомашин российских производителей – на 44%, а иномарок российской сборки – на 38%. В результате доля автомобилей российского производства увеличилась с 40% до 53%.

**Объемы производства автомобилей в России сократились на 60%**

Производство машин в России за 2009 г. сократилось примерно на 60%. Из-за затоваривания складов производители были вынуждены распродавать накопленные запасы. По данным PricewaterhouseCooper's, к текущему моменту значительная часть запасов уже реализована, поэтому в 2010 г. ожидается, что темпы роста объемов производства будут опережать темпы роста рынка в целом.

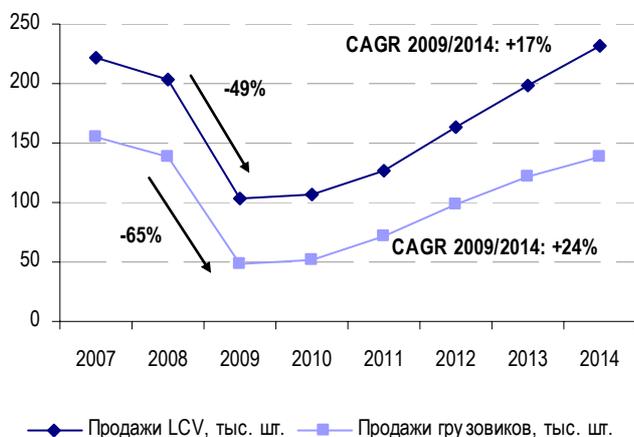
**В 2010 г. ожидается умеренный рост: +7% к уровню 2009 г.**

Большинство экспертов не ждут быстрого восстановления отрасли. В частности, по прогнозам Ассоциации европейского бизнеса (АЕБ), в 2010 г. можно рассчитывать на умеренный темп роста (в пределах 7%). При этом, локомотивом развития отрасли должны стать государственные меры по стимулированию спроса и поддержке отечественного производства.

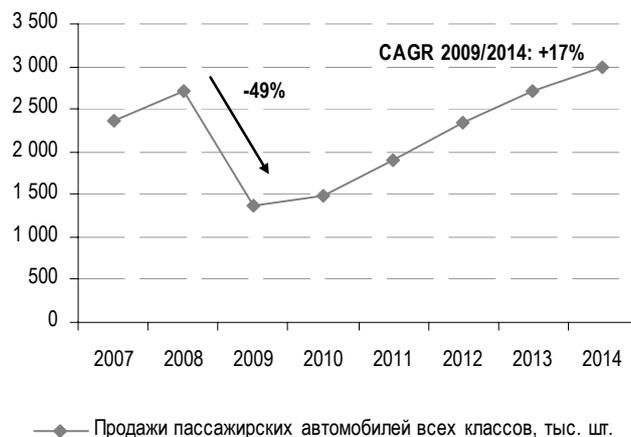
**В дальнейшем с выходом экономики из кризиса темпы роста авторынка возрастут**

В последующие годы по мере выхода экономики из кризиса и роста объемов ВВП, эксперты прогнозируют более динамичное восстановление российского автомобильного рынка.

Динамика рынка коммерческих автомобилей в 2007-2014 гг.



Динамика рынка пассажирских автомобилей в 2007-2014 гг.



Источник: АЕВ

**В апреле 2010 г. должна быть утверждена Стратегия развития автомобильной отрасли России**

В апреле 2010 г. должна быть утверждена Стратегия развития автомобильной отрасли на период до 2020 г. Ее проект был в целом одобрен Правительством РФ в начале марта. Цель стратегии – прирост доли отрасли в формировании ВВП с 0,98% до 2,4% при увеличении емкости российского автомобильного рынка до 3,5-3,6 млн единиц. Общий объем необходимых инвестиций оценивается в 1-1,2 трлн руб.

**Ставка сделана на укрепление сотрудничества с мировыми производителями**

В проекте Стратегии ставка сделана на укрепление сотрудничества с международными автоконцернами. Ожидается, что к 2020 г. структура рынка претерпит существенные изменения. Если сейчас доля иномарок отечественной сборки составляет около 25% рынка, то в долгосрочной перспективе она должна превысить 50%.

**Государственный заказ остается одним из ключевых инструментов поддержки автопрома**

Среди прочих ключевых мероприятий по поддержке российских производителей озвучены меры по дальнейшему ограничению импорта поддержанных иномарок и стимулированию экспорта и повышению уровня локализации производства (также, вероятно, за счет таможенного регулирования и налоговых льгот).

Важным инструментом поддержки автопрома остается практика прямых государственных закупок автотранспорта для государственных и муниципальных нужд. В 2010 г. на закупки по госзаказу планируется направить около 30 млрд руб. (в 2009 г. - 45 млрд руб.).

**Стимулирование спроса – важная составная часть Стратегии**

Среди ключевых мероприятий по оживлению потребительского спроса:

- субсидирование процентных ставок по автокредитам. Программа действует при приобретении нового автомобиля стоимостью до 600 тыс. руб. при условии внесения первоначального платежа в сумме не менее 15% от стоимости машины. Срок действия программы – до 2013 г. В 2010 г. на ее реализацию выделено около 2 млрд руб. бюджетных средств. Действие этой программы, по нашим оценкам, распространяется на внедорожники и коммерческие автомобили УАЗ, FIAT Doblo, пассажирские автомобили FIAT, а также недорогие модели коммерческих автомобилей FIAT Ducato.

- программа утилизации старых автомобилей. Эта программа, стартовавшая 8 марта 2010 г., предполагает, что владелец автомобиля, произведенного не позже 1999 г., может сдать его в утиль и получить ваучер на скидку 50 тыс. руб. для покупки нового автомобиля отечественного производства, включая иномарки российской сборки.

В список новых автомобилей, участвующих в акции, вошли 66 моделей, в т.ч. и все машины, выпускаемые Соллерс (за исключением грузовиков Isuzu). Государственное финансирование программы утилизации в 2010 г. составит 10 млрд руб.

**В 2010 г. объем государственных инвестиций в отрасль может превысить 45 млрд руб.**

Для стимулирования предпринимательского спроса меры государственной поддержки включают программы субсидирования лизинга и процентных ставок по кредитам на техническое перевооружение.

В целом ожидается, что объем государственных инвестиций в отрасль в 2010 г. составит более 45 млрд руб.

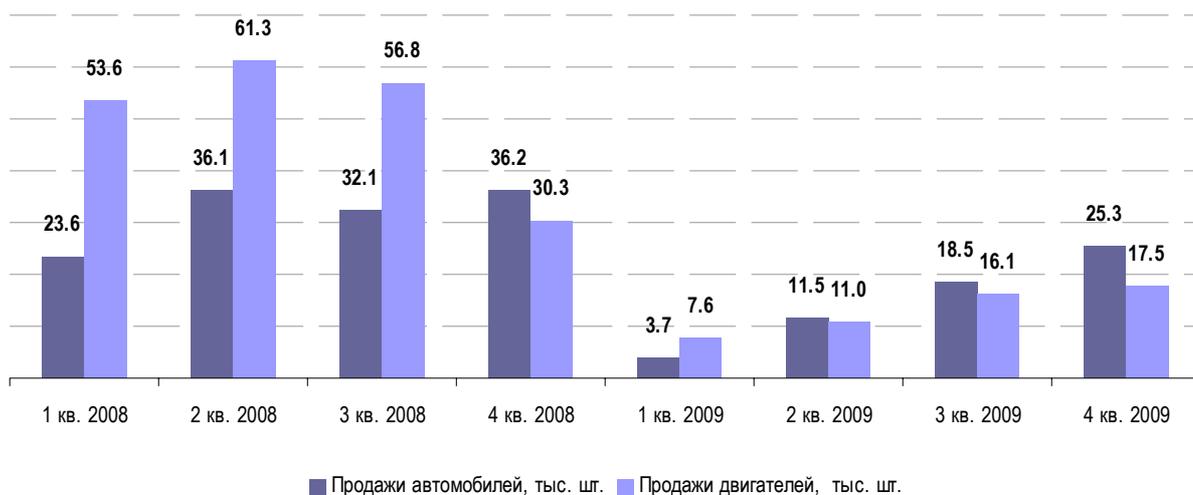
## Соллерс: текущая операционная деятельность

### Динамика и структура продаж

**Падение продаж Соллерс в 2009 г. – 54% в натуральном, 46% в стоимостном выражении**

В 2009 г. в связи с резким падением спроса Соллерс сократил объемы продаж автомобилей на 54% в натуральном выражении и на 46% в стоимостном, двигателей – на 74% и 73%, соответственно.

Динамика продаж Соллерс в 2008-2009 гг. в натуральном выражении



Источник: Компания

**Динамика продаж Соллерс в 2008-2009 гг. в стоимостном выражении**



Источник: Компания

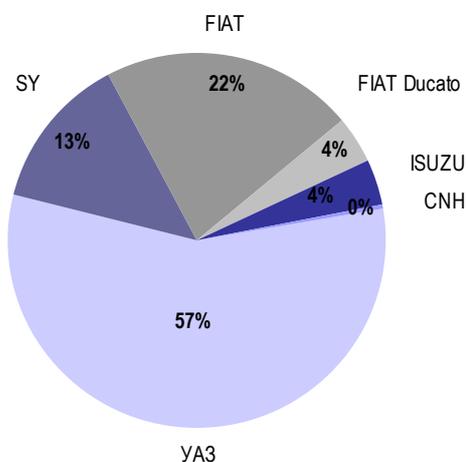
По мере распродажи остатков в дилерской сети, продажи Компании начали расти, достигнув в 4 квартале нормального уровня - около 11,6 млрд руб.

**Государственные закупки в сумме более 8 млрд руб. оказали существенную поддержку продажам**

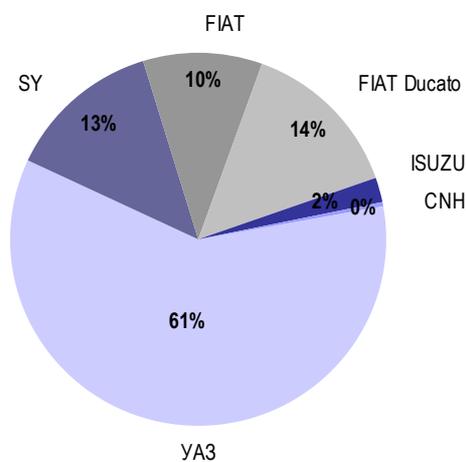
Серьезную поддержку продажам Компании в 2009 г. оказали государственные закупки. По госзаказу от федерального и региональных бюджетов было поставлено 10 тыс. автомобилей на сумму свыше 8 млрд руб. Около 60% заказа составили различные модели УАЗ, более 30% - FIAT Ducato. В 2010 г. по контрактам в рамках госзаказа планируется отгрузить свыше 13 тыс. автомобилей на сумму более 9 млрд руб. Среди ключевых заказчиков по государственным контрактам – Министерство обороны, МВД, Минздрав, МЧС и пр.

Фактор господдержки отразился и на структуре продаж автомобилей Соллерс. Максимальное снижение продаж было зафиксировано в тех сегментах, где государственное участие было минимально: легковые автомобили В и С классов, грузовики и сельскохозяйственная техника. Доля FIAT Ducato и УАЗ, напротив, увеличилась, благодаря спросу со стороны государства на модели коммерческой линейки.

**Структура продаж автомобилей в 2008 г. в натуральном выражении\***



**Структура продаж автомобилей в 2009 г. в натуральном выражении\***

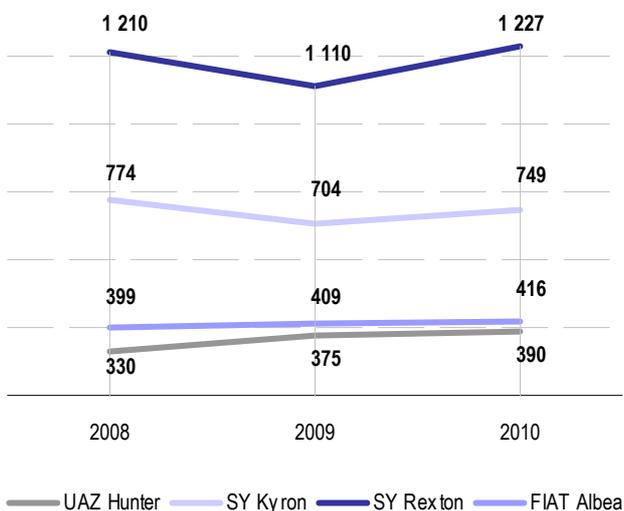


\*с учетом импортных автомобилей FIAT  
Источник: Компания

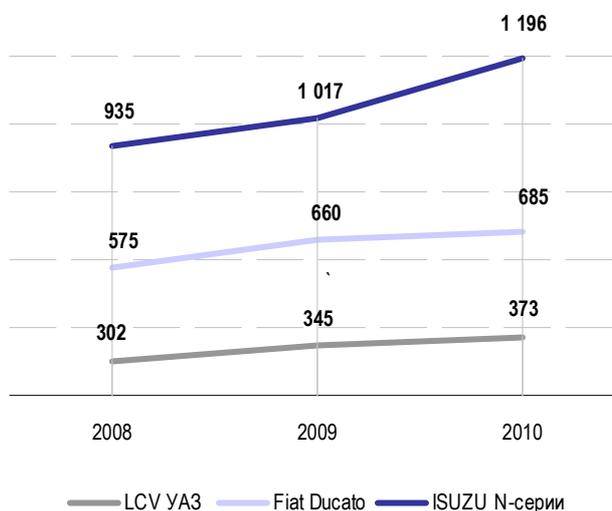
**Продажи внедорожников выглядели лучше других классов пассажирских автомобилей**

На фоне других классов пассажирских автомобилей продажи внедорожников сократились меньше (на 48%). При этом, продажи моделей SsangYong продемонстрировали динамику несколько хуже рынка в целом (-55%). Модели УАЗ – Hunter и Patriot – продавались относительно лучше (-45%), благодаря смещению потребительского спроса в более низкие ценовые сегменты.

**Динамика средних розничных цен на основные модели легковых автомобилей Sollers, тыс. руб./ед.\***



**Динамика средних розничных цен на коммерческие автомобили Sollers, тыс. руб./ед.\***

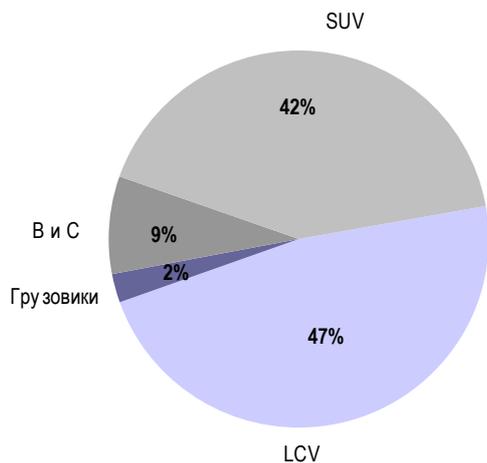


\*в наиболее популярных комплектациях и модификациях  
Источник: Компания

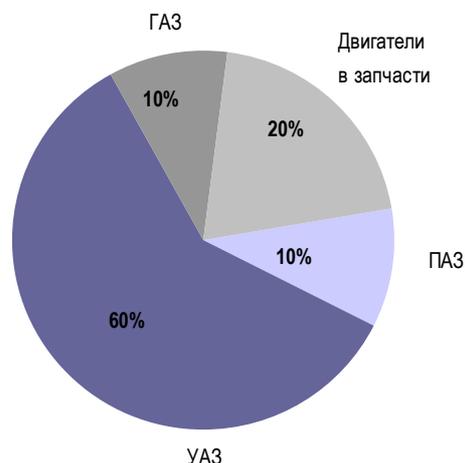
**Внедорожники и LCV обеспечили 89% продаж Sollers в 2009 г.**

Если в 2008 г. продажи коммерческих автомобилей и внедорожников обеспечивали около 77% продаж всех автомобилей Sollers, то в 2009 г. – уже около 89%.

**Структура продаж автомобилей в 2009 г. по классам**



**Структура продаж двигателей в 2009 г. по назначению**



Источник: Компания

**Продажи двигательного сегмента снизились на 74% из-за сокращения объемов деятельности основного покупателя – ОАО «ГАЗ»**

В 2009 г. отгрузки двигательного сегмента Sollers сократились на 74%. Во многом это связано с падением объема продаж основного покупателя – ОАО «ГАЗ», в результате чего отгрузки ему практически прекратились. Если в 2008 г. доля ГАЗа в продажах двигателей превышала 65%, то в 2009 г. она сократилась до 10%. При этом дебиторская задолженность компании перед Sollers не превышает 5 млн руб. при полном отсутствии просрочки.

**Соллерс переориентировал производство двигателей на потребление внутри Группы**

С прекращением отгрузок на ГАЗ Соллерс переориентировал производство двигателей на потребление внутри Группы. Доля поставок на УАЗ увеличилась с 17% до 60%. Также возросла доля отгрузок двигателей на Павловский автобусный завод (дочернюю компанию ОАО «ГАЗ») с 5% до 10%.

**Ключевые антикризисные меры: снижение издержек, высвобождение средств из оборотного капитала и рефинансирование долга**

#### **Антикризисные меры**

В условиях резкого снижения продаж Компания разработала и реализовала антикризисную программу, направленную на сокращение операционных издержек, а также поддержание ликвидности. Среди ключевых мероприятий этой программы:

- сокращение численности персонала (всего по Группе – на 31%, или на 8,8 тыс. человек);
- высвобождение средств из оборотного капитала за счет оптимизации запасов и снижения дебиторской задолженности (чистый эффект – 6,4 млрд руб.);
- сокращение инвестиционных вложений в 2009 г. (2,7 млрд руб. против 8 млрд руб. в 2008 г.). Подробнее см. п. «Инвестиционная программа».
- рефинансирование краткосрочного долга (подробнее см. п. «Долговая нагрузка»).

**Основная часть автомобилей Соллерс реализуется через сеть независимых дилеров**

Преобладающая часть автомобилей (порядка 70%) реализуется Соллерс через сеть независимых дилеров (около 300 компаний по всей стране). Оставшаяся часть - продажи по госзаказу, на экспорт, прочие корпоративные продажи, а также реализация через собственную мультибрендовую сеть.

**Компания развивает собственную сеть**

Сейчас собственная дилерская сеть насчитывает 7 автосалонов в Москве, Санкт-Петербурге, Нижнем Новгороде, Казани, Краснодаре и Челябинске. В среднесрочных планах Компании – развитие проекта в рамках реализации сервисно-ориентированной стратегии, в частности, расширение собственной сети до 15 центров.

**В 2009 г. отгрузки дилерам были существенно ограничены**

С 4 кв. 2008 г. отгрузки дилерам были существенно ограничены. Прежде всего, это было связано с затовариванием их складов из-за падения спроса, а также введением жесткого контроля финансовой дисциплины с целью снижения рисков.

**Введена процедура мониторинга, ограничен предел задолженности дилеров, а также система поощрений за платежную дисциплину**

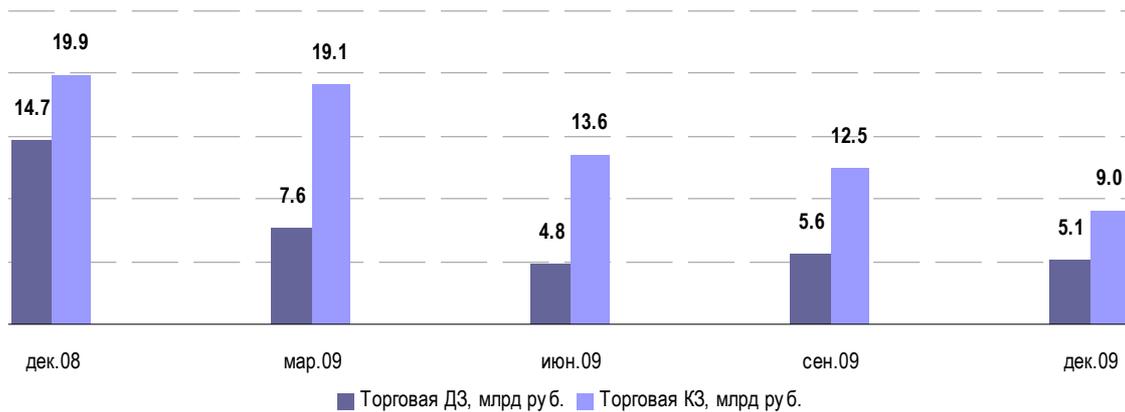
В частности, была введена процедура финансового мониторинга и установлен лимит дебиторской задолженности. В результате работа с несколькими крупными дилерами была прекращена, однако, их объемы были очень быстро перераспределены среди других участников рынка. Сеть была укрупнена на базе сильных дилеров.

**За год Соллерс сократил объем дебиторской задолженности почти на 10 млрд руб.**

В результате за год объем дебиторской задолженности, которая преимущественно состоит из долга дилеров, сократился почти на 9,6 млрд руб., срок ее оборота снизился с 2,5 месяцев до 18 дней.

Сейчас расчеты с дилерами осуществляются либо по предоплате, либо с отсрочкой платежа (в зависимости от модели она может составлять 30-60 дней). Переход права собственности на автомобиль к дилеру и выдача ПТС стали осуществляться только после полной оплаты. В ряде случаев при отсрочке платежа Соллерс требует от дилера банковскую гарантию. При этом существует система премирования дилеров за ускорение расчетов.

### Динамика дебиторской и кредиторской задолженности



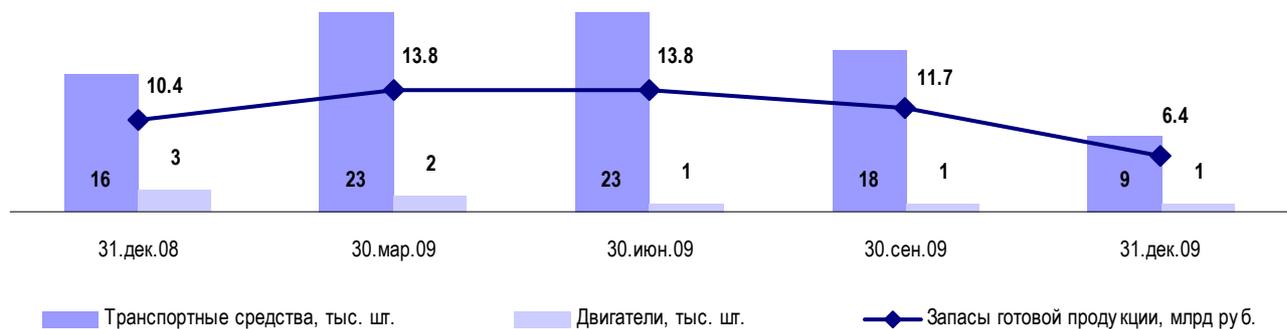
Источник: Компания

**У Соллерс нет проблем с погашением кредиторской задолженности**

Благодаря высокой платежной дисциплине Соллерс, а также возможности отсрочки платежа (в среднем отсрочка составляет около 40 дней) просроченная кредиторская задолженность составляет сейчас не более 2% от общего объема задолженности.

Оптимизация запасов также была одной из главных задач Компании в 2009 г.

### Поквартальная динамика запасов Соллерс

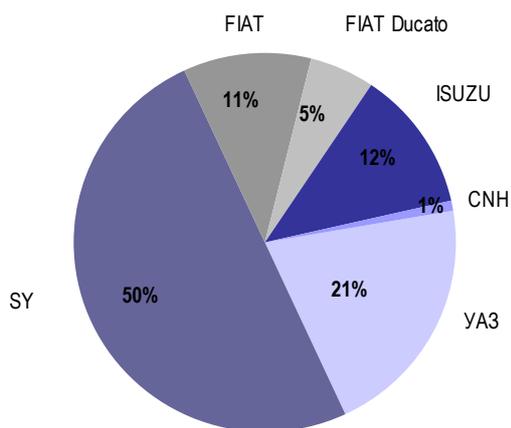


Источник: Компания

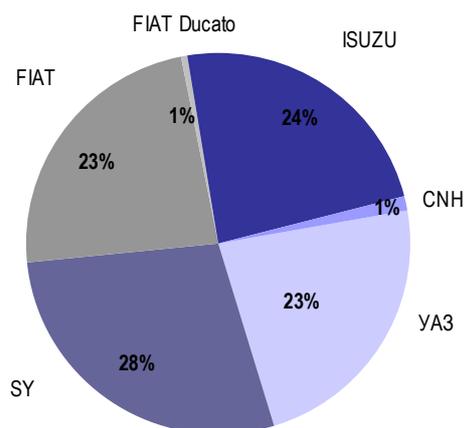
**Компании также удалось оптимизировать объем и структуру запасов: снижение составило 6 млрд руб.**

За счет изменения программы производства Соллерс за год сократил количество автомобилей на собственных складах на 43%, двигателей – в 3 раза. Объем запасов готовой продукции в денежном выражении снизился на 4 млрд руб., а оборачиваемость - с 6 мес. до норматива в 2,5 мес. Общий размер запасов, с учетом сырья и материалов, уменьшился более чем на 6 млрд руб.

Структура запасов автомобилей на 31 дек. 2008 г.



Структура запасов автомобилей на 31 дек. 2009 г.



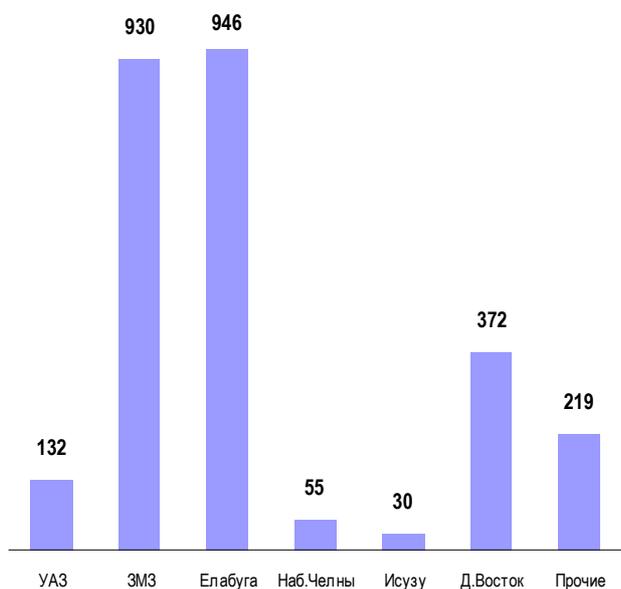
Источник: Компания

### Инвестиционная программа

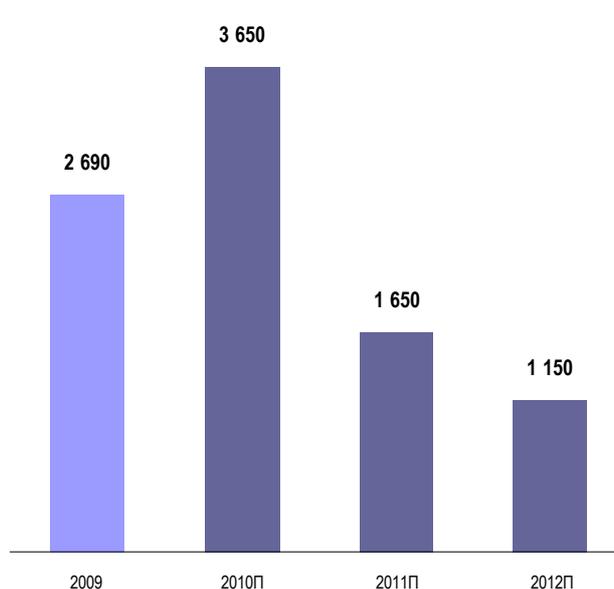
**Объем инвестиций Соллерс в 2009г. был ограничен 2,7 млрд руб.**

В 2009 г. инвестиции Соллерса составили около 2,7 млрд руб. Крупнейшим проектом стало развитие производства FIAT Ducato на площадке в Елабуге. Среди других инвестиций – приобретение итальянского оборудования для производства двигателей, организация производства на Дальнем Востоке и развитие крупноузловой сборки грузовиков Isuzu.

Структура инвестиций Соллерс в 2009 г.



Динамика инвестиций Соллерс в 2009-2012 гг.



Источник: Компания, оценки Райффайзенбанка, 2009 – предварительные данные, 2010-2012 - прогноз

**В 2010 г. планируется инвестировать 3,7 млрд руб.**

Объем инвестиций на 2010 г. оценивается в 3,7 млрд руб., из которых около 44% - вложения в завод на Дальнем Востоке и 28% - развитие производства Ducato в Елабуге, включая организацию производства автокомпонентов в рамках программы локализации.

### **Соллерс - Дальний Восток**

*На новый завод на Дальнем Востоке перенесено производство SsangYong*

На первом российском автозаводе на Дальнем Востоке планируется производить все модели внедорожников Ssang Yong. В декабре 2009 г. производство было запущено.

*Мощности предприятия в 2010 г. составят 15 тыс. автомобилей, в 2012 г. – 40 тыс. автомобилей*

Предполагается, что в 2010 г. мощности предприятия составят 15 тыс. автомобилей в год с дальнейшим расширением до 40 тыс. автомобилей в год к 2012 году. Уровень локализации производства SsangYong составит 30%.

*К автомобилям, произведенным на Дальнем Востоке, применяется льготный транспортный тариф*

Сначала планируется реализовывать большую часть автомобилей в Центральной России. Сейчас к автомобилям, произведенным на Соллерс-Дальний Восток, применяется льготная ставка тарифа на транспортировку в Европейскую часть России. По нашим оценкам, экономия может составить порядка 5% от цены автомобиля.

*С началом подготовки к саммиту АТЭС ожидается рост продаж на Дальнем Востоке и в Сибири*

С середины года ожидается рост продаж на Дальнем Востоке и в Сибири. С началом реализации крупных инфраструктурных проектов в регионе (ВСТО-2, саммит АТЭС и пр.) спрос на грузовые и спецавтомобили существенно возрастет. В частности, Правительство РФ рекомендовало государственным компаниям и частным подрядчикам по инвестиционным проектам, реализуемым с участием государства на Дальнем Востоке, в приоритетном порядке приобретать автомобили, выпускаемые в Приморском крае.

*Заградительные пошлины на ввоз подержанных иномарок также должны стимулировать продажи*

Дополнительным фактором стимулирования спроса является сохранение заградительных пошлин на импорт подержанных иномарок, которые на Дальнем Востоке составляют преобладающую часть автопарка.

*Уже в 2010 г. завод выйдет на положительный уровень рентабельности*

Уже в 2010 г. Компания рассчитывает выйти на положительную величину операционной прибыли и достичь рентабельности по EBITDA в рамках проекта на уровне 7%.

*Инвестиции в строительство (1,8 млрд руб.) финансируются за счет кредита ВЭБа*

Инвестиции в организацию автомобильного производства на Дальнем Востоке оцениваются в 1,8 млрд руб. Финансирование проекта осуществляется за счет кредитных средств ВЭБа.

В 2009 г. было освоено порядка 400 млн руб. В частности, было поставлено оборудование для учебного центра и сборки внедорожников (заправочное оборудование, стенды тестирования автомобилей, подъемники, манипуляторы, а также оборудование для доставки комплектующих на сборочные посты).

В 2010 г. объем инвестиций в проект составит 1,4 млрд руб. Помимо поставки оборудования, значительная их часть будет связана с реконструкцией здания завода и организацией инфраструктуры.

### **FIAT Ducato**

*В 2010 г. основные инвестиции на площадке в Елабуге будут связаны с локализацией автокомпонентной базы*

Если в 2009 г. основная часть инвестиций на площадке в Елабуге была связана с дальнейшим развитием производства автомобилей Ducato (вложения в разработку новых модификаций, IT, реконструкцию зданий цехов, усовершенствование системы контроля качества и пр.), то в 2010 г. ключевым проектом станет реализация программы локализации автокомпонентной базы.

***В течение 5 лет после организации промышленной сборки импорт автокомпонентов должен быть снижен на 30%***

Напомним, что в соответствии с постановлением Правительства РФ «О промышленной сборке» для реализации режима промышленной сборки и получения таможенных льгот по импорту комплектующих, в течение первых 2,5 лет предприятие может собирать автомобили по технологии крупноузловой сборки (SKD), параллельно ведя строительство полноценного промышленного производства, включающего сварку и окраску кузова (технология SKD). В течение 5 лет после организации SKD-сборки инвестор должен сократить импорт автокомпонентов на 30%.

***Планируется, что уровень локализации производства FIAT Ducato превысит 50%***

Производство FIAT Ducato изначально с 2008 г. осуществляется по технологии SKD и, в соответствии с законодательством, Соллерс в ближайшие годы должен организовать местное производство автокомпонентов, которое обеспечит, как минимум, 30%-ный уровень локализации. Утвержденная Компанией программа позволит достичь еще более высокой локализации (более 50%).

***Инвестиции (3,2 млрд руб.) также будут профинансированы за счет ВЭБа***

Уровень локализации рассчитывается исходя из процентного соотношения необходимых для сборки узлов и агрегатов отечественного производства. Высокая степень локализации снижает риски, связанные с поставками импортных комплектующих, а также обеспечивает конкурентоспособность выпускаемых автомобилей за счет меньших логистических издержек.

***Дальнейший рост уровня локализации может быть связан с организацией производства двигателей по лицензии FIAT***

Общая сумма инвестиций в программу оценивается в 3,2 млрд руб. Среди ключевых мероприятий – организация производства крупных кузовных деталей (капот, двери, крыло), других штампованных автокомпонентов, а также элементов шасси. Эти затраты также будут профинансированы за счет кредитных средств ВЭБа. В 2010 г. объем инвестиций в проект составит ~400 млн руб.

С целью дальнейшего увеличения уровня локализации Компания в среднесрочной перспективе также собирается начать производство дизельного двигателя F1A по лицензии FIAT. Между Соллерс и FIAT Powertrain Technologies подписано соглашение об организации СП по производству этого двигателя. Параметры проекта пока уточняются.

### **СП с FIAT**

***СП с FIAT – самый масштабный проект российского автопрома***

Инвестиционный проект предполагает организацию автомобильного производства, годовая мощность которого к 2016 г. составит до 500 тыс. автомобилей. Запуск автомобильного производства намечен на 2011 г. На новых мощностях планируется выпускать 9 новых моделей FIAT в наиболее популярных в России классах (С, D, внедорожники и кроссоверы). Целевой уровень локализации производства – более 50%.

***Завод будет построен на площадке в Татарстане***

В связи с началом этого проекта производство автомобилей Ssang Yong перенесено с площадки в Набережных Челнах на завод во Владивостоке.

***Общий объем инвестиций – 2,4 млрд евро: 300 млн евро вносят участники в неденежной форме, 2,1 млрд евро планируется профинансировать за счет ВЭБа***

Общий объем инвестиций в проект составит 2,4 млрд евро. Первоначально FIAT (в виде интеллектуальных прав) и Соллерс (в виде производственных активов Соллерс-Набережные Челны) вносят по 150 млн евро. Оставшиеся 2,1 млрд евро будет профинансировано за счет долгосрочного кредита (до 15 лет) по субсидированной процентной ставке без права регресса на иные активы Соллерса (вероятнее всего, будет предоставлен ВЭБом). Также предусматривается отсрочка по погашению основного долга на первые 5 лет.

**Предполагается, что СП будет отражаться в отчетности Соллерс по методу долевого участия в капитале**

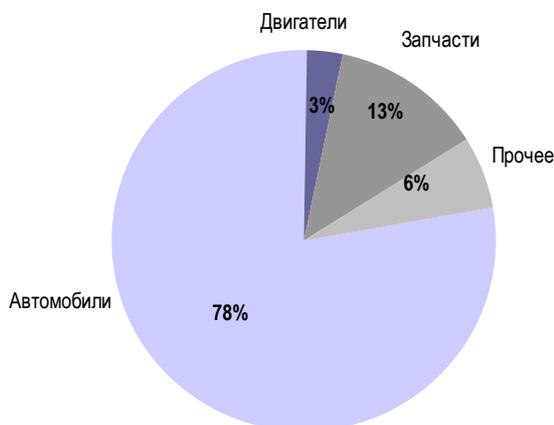
Отметим, что FIAT и Соллерс участвуют в СП на паритетной основе. Кроме того, недавно была озвучена возможность предоставления миноритарной доли в 10% банку-кредитору. Поэтому, учитывая отсутствие контроля, предполагается, что проект в консолидированной отчетности Компании будет отражаться по методу долевого участия в капитале (equity method) и долг по нему не будет консолидироваться.

Предполагается, что результаты деятельности совместного предприятия будут отражаться в консолидированном отчете о прибылях и убытках Соллерса пропорционально доле его участия, равно как и изменения в капитале СП – соответственно, в капитале Соллерса.

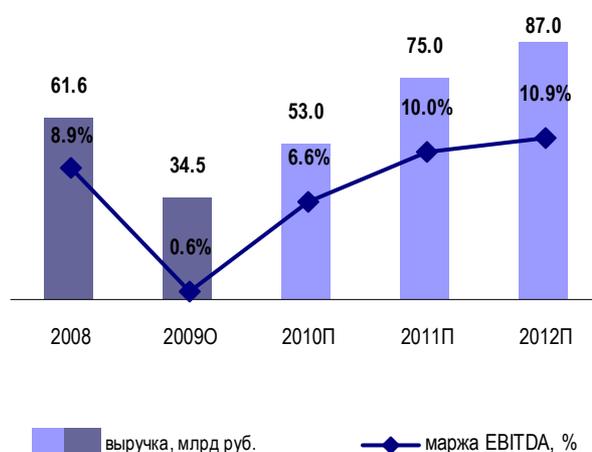
### Соллерс: финансовые результаты и прогнозы

Очевидно, что для всех автопроизводителей 2009 год стал худшим с точки зрения операционных и финансовых результатов.

Структура выручки Соллерс в 2009 г.



Динамика выручки и EBITDA Соллерс\*



\*2008 – факт по МСФО, 2009 – оценка, 2010-2012 - прогноз  
Источник: Компания, оценки Райффайзенбанка

**По итогам 2009 г. выручка Соллерс сократилась до 34,5 млрд руб.**

По нашим расчетам, выручка Соллерс в 2009 г. сократилась на 44% - до 34,5 млрд руб. Отметим, что, по нашим оценкам, Соллерс – один из немногих российских автопроизводителей, который смог достичь положительного значения EBITDA в 2009 г. (наша оценка - около 200 млн руб.).

**Оптимизация оборотного капитала помогла Компании значительно увеличить операционный денежный поток**

Как мы понимаем, за счет высвобождения денежных средств из оборотного капитала (свыше 6 млрд руб.) Компания смогла самостоятельно обслуживать свои процентные расходы и профинансировать преобладающую часть инвестиций.

**Прогноз продаж на 2010 г. – 50-55 млрд руб.**

Мы полагаем, что в 2010 г. Группа сможет увеличить объем продаж с кризисных уровней на 45-60% - до 50-55 млрд руб. Очевидно, что в ближайшее время предпосылки для значительного роста цен отсутствуют, поэтому влияние ценового фактора будет ограничено уровнем инфляции (7%, по прогнозам МЭР). Таким образом, ключевым фактором роста выручки станет рост объемов производства и продаж в натуральном выражении. Также мы ожидаем, что произойдут изменения в структуре продаж в пользу автомобилей, производимых под иностранными брендами.

***Опережающими темпами будут расти продажи в сегментах LCV, внедорожников и грузовиков***

По нашим оценкам, опережающими темпами будут расти продажи в сегментах LCV, внедорожников и грузовиков. С расширением производства FIAT Ducato в 2010 г. доля Соллерс в сегменте LCV может превысить 35% (27% в 2009 г.). Вместе с общим оживлением потребительского спроса, стимулируемого, помимо прочего, снижением процентных ставок по автокредитам, позитивное влияние на продажи Соллерс должны оказать:

- уменьшение остатков в дилерской сети;
- консолидация дилерской сети на базе наиболее сильных дилеров и в целом стабилизация финансового положения дилеров;
- развитие собственной дилерской сети, а также лизинговых и кредитных программ в рамках программы Соллерс-Финанс;
- проведение мероприятий по стимулированию розничных продаж;
- запуск новых модификаций коммерческих автомобилей;
- более динамичное восстановление рынка внедорожников при высокой конкурентоспособности автомобилей Соллерс в этом сегменте;
- закупки в рамках госзаказа;
- реализация программы утилизации старых автомобилей. Все автомобили, выпускаемые Соллерс (за исключением Isuzu), допущены к участию в этой программе;
- реализация программы субсидирования процентных ставок;
- рост заказов на грузовые и легкие коммерческие автомобили с началом подготовки к саммиту АТЭС на Дальнем Востоке;
- увеличение объемов экспорта (поставки по контрактам с министерствами обороны Египта, Белоруссии, Казахстана, Украины, а также корпоративные и розничные продажи в страны СНГ).

***Основной спрос в 2010 будет ориентирован на наиболее демократичные ценовые сегменты, в которых работает Соллерс***

Отметим, что Компания работает в демократичных ценовых сегментах, на которые, по нашим прогнозам, в 2010 г. будет ориентирован основной спрос. Флагманами продаж Соллерс в этом году должны стать FIAT Ducato в линейке коммерческих автомобилей, SsangYong Kyron и UAZ Hunter и Patriot – в сегменте внедорожников.

***FIAT Ducato в 2009 г. занял первое место на рынке LCV среди иностранных брендов***

По итогам прошлого года FIAT Ducato занял первое место на рынке LCV среди иностранных брендов. Этот автомобиль позиционируется между отечественной ГАЗелью и импортными Ford Transit, Peugeot Boxer и пр. Очевидно, что в сравнении с иностранными марками, FIAT Ducato имеет существенное преимущество, как по цене (как минимум на 30%), так и по последующей стоимости обслуживания.

***FIAT Ducato дороже ГАЗели, но пользуется большим спросом***

Несмотря на то, что Ducato стоит дороже ГАЗели в среднем на 200 тыс. руб., автомобиль пользуется большим спросом благодаря низкой стоимости владения, высокому уровню надежности, качеству изготовления, экономичности и более длительному периоду гарантии. Кроме того, Ducato имеет более широкую линейку модификаций, которая постоянно обновляется.

***Модели SsangYong дешевле, чем японские и европейские конкуренты***

В сегменте SUV внедорожники SsangYong конкурируют с Kia, Hyundai, Nissan и Mitsubishi. Модели, выпускаемые Соллерс, более привлекательны по цене в сравнении с японскими и европейскими автомобилями (в зависимости от модели, минимальная разница составляет 150-350 тыс. руб.). При сопоставимости по цене с моделями корейских конкурентов, автомобили Соллерс отличают такие неценовые параметры, как большие габаритные размеры, рамная конструкция кузова, обеспечивающая большую безопасность, и пр.

**Модели UAZ ориентированы на самый низкий ценовой сегмент внедорожников**

UAZ Patriot, UAZ Hunter, UAZ Pickup ориентированы на самый низкий ценовой сегмент рынка внедорожников (400-600 тыс. руб.), в котором конкуренцию им составляют Chevrolet Niva, Tagaz Tager, Tagaz Road Partner, а также несколько моделей Great Wall. За исключением Chevrolet Niva, аналога UAZ Patriot Sport, все остальные конкуренты уступают продукции Соллерс по цене. При этом модели UAZ отличаются высокой проходимостью, прочностью, а также большим размером кузова.

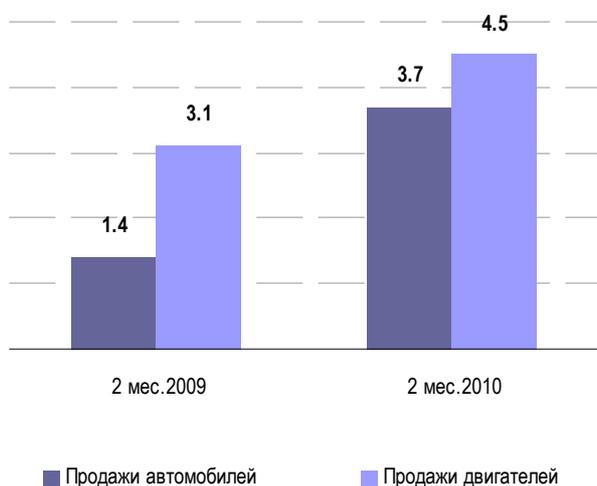
**Показатели двигательного сегмента будут зависеть от динамики производства автомобилей UAZ**

В 2010 г. темпы роста выручки двигательного сегмента преимущественно будут зависеть от динамики продаж ключевого заказчика – UAZ. По нашим консервативным оценкам, можно ожидать увеличения продаж двигателей на 30% в сравнении с уровнем 2009 г.

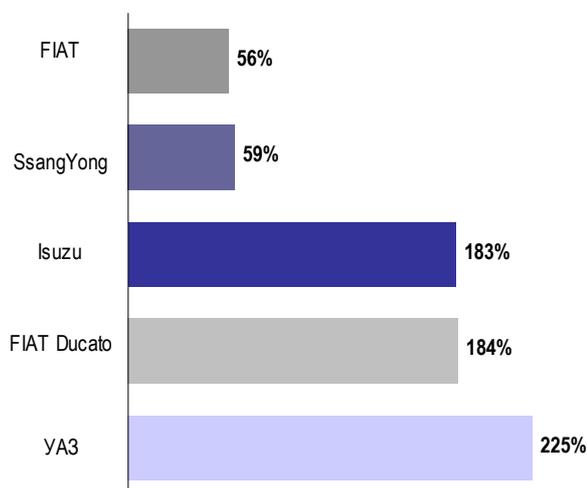
**За 2 мес. 2010 г. Соллерс увеличил продажи автомобилей в 2,6 раза, двигателей – на 45%**

По оперативным данным Компании, в первые два месяца 2010 г. продажи демонстрируют значительный рост в сравнении с аналогичным периодом 2009 г. Отгрузки автомобилей возросли в 2,6 раза (более 85% объемов – розничные продажи), а двигателей – на 45%.

**Продажи Соллерс в январе-феврале 2009-2010 гг., тыс. шт.**



**Темп прироста продаж Соллерс по брендам за 2 мес. 2010 г. в сравнении с 2 мес. 2009 г.**



Основной прирост отмечается в сегментах легких коммерческих автомобилей и грузовиков, а также по внедорожникам низкого ценового сегмента (UAZ Hunter и UAZ Patriot).

**Рентабельность по EBITDA в 2010 г. может достичь 6-7%**

По нашим оценкам, рентабельность по EBITDA в 2010 г. может восстановиться до 6-7%. Помимо увеличения объемов производства и продаж, дополнительными факторами роста могут стать:

- продолжение реализации программы сокращения операционных издержек и ограничение роста коммерческих, управленческих и административных расходов;
- увеличение уровня локализации производства и снижение импорта автокомпонентов;
- развитие дополнительных высокодоходных видов услуг: автосервис в собственных дилерских центрах, финансовый и операционный лизинг, кредитные программы и пр.

## Долговая нагрузка

**Величина чистого долга на 1 апреля 2010 г.: 24,3 млрд руб.**

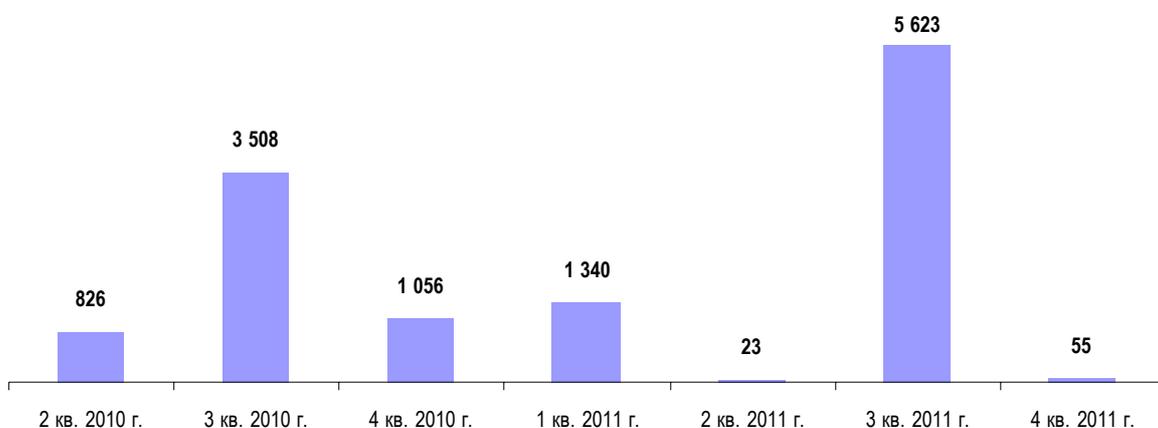
**На Сбербанк и ВТБ приходится свыше 70% кредитного портфеля Компании**

В течение 1 кв. 2010 г. общая сумма долга Соллерса сократилась на 600 млн руб. до 26,3 млрд руб. Величина чистого долга на 1 апреля составляет 24,3 млрд руб. Напомним, что в январе 2010 г. Компания своевременно погасила облигации 1-й серии (номинал выпуска - 1,5 млрд руб.).

Крупнейшими кредиторами Соллерс являются Сбербанк и ВТБ, на которые приходится более 70% кредитного портфеля Группы (без учета облигаций). Компания входит в Список системообразующих предприятий, утвержденный Правительством РФ. Кредиты Сбербанка и ВТБ на сумму 10 млрд руб. обеспечены государственными гарантиями (на 50% от сумм обязательств). Сроки погашения по этим кредитам наступают в 2011-2012 гг.

Преобладающая часть банковских кредитов выдана непосредственно на производственные площадки Соллерса и обеспечена залогом их активов.

**График погашения кредитов Соллерс в 2010-2011 гг., млн руб.**



Источник: данные Компании на 1 марта 2010 г.

**Соллерс достиг договоренности с ВТБ о рефинансировании кредитов на сумму 2,1 млрд руб.**

На 3 кв. 2010 г. приходится погашение кредитов ВТБ на сумму около 2,1 млрд руб. По данным Компании, банк принял решение о рефинансировании этой задолженности сроком на 2 года.

**В июле 2010 г. Соллерс предстоит пройти оферту по облигациям**

На конец июля 2010 г. Компании также предстоит пройти оферту по облигациям Соллерс,2 на сумму 3 млрд руб. В планах Компании - сохранить этот заем в рынке, установив привлекательную для инвесторов ставку. На случай предъявления облигаций к досрочному приобретению Соллерс постепенно накапливает денежные средства на счетах. На начало апреля запас ликвидности для этих целей составлял порядка 1,4 млрд руб. Также Компания ведет переговоры со своими основными кредиторами об увеличении размера лимитов.

**Планируемые выпуски облигаций Компания намерена направить на рефинансирование некоторых кредитов**

Новые выпуски биржевых облигаций Соллерс планирует направить на погашение некоторых банковских кредитов с целью удешевления обслуживания и увеличения срочности долга.

**В течение 2010 г. размер долга Соллерс существенно не изменится**

В течение 2010 г. Соллерс будет продолжать осуществлять выборки (1-1,3 млрд руб.) по кредиту ВЭБа на финансирование развития производства на Дальнем Востоке. Увеличение кредитного портфеля будет компенсировано погашениями в рамках действующих невозобновляемых кредитных линий других банков.

**Прогноз чистого долга на конец года: 25 млрд руб.**

Таким образом, по нашим оценкам, в течение 2010 г. размер чистого долга существенно не изменится и на конец года он не превысит 25 млрд руб.

## Описание облигационного займа

### Основные характеристики облигационного займа

|                   |                |
|-------------------|----------------|
| Эмитент           | ОАО «Соллерс»  |
| Номинал выпуска   | 2 млрд руб.    |
| Дата размещения   | апрель 2010 г. |
| Срок до погашения | 3 года         |
| Срок до оферты    | 2 года         |
| Купонный период   | 182 дня        |
| Организатор       | Райффайзенбанк |

---

**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 |
| Андрей Бойко          | aboiko@raiffeisen.ru                  | (+7 495) 775 5231 |
| Анастасия Евстигнеева | anastasia.s.evstigneeva@raiffeisen.ru | (+7 495) 721 9971 |
| Антон Кеняйкин        | anton.kenyaykin@raiffeisen.ru         | (+7 495) 721 9900 |

**Торговые операции**

|                  |                       |                   |
|------------------|-----------------------|-------------------|
| Александр Глебов | aglebov@raiffeisen.ru | (+7 495) 981 2857 |
|------------------|-----------------------|-------------------|

---

**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 |
| Екатерина Михалевич | emikhalevich@raiffeisen.ru      | (+7 495) 775 5297 |
| Дмитрий Румянцев    | droumiantsev@raiffeisen.ru      | (+7 495) 721 2817 |
| Анастасия Байкова   | abaikova@raiffeisen.ru          | (+7 495) 225 9114 |
| Татьяна Костина     | tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru | (+7 495) 225 9184 |
| Тимур Файзуллин     | tfaizullin@raiffeisen.ru        | (+7 495) 721 9900 |

**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.