

Соллерс

Ставка на собственные бренды

10 ИЮНЯ 2024



Соллерс

На группу «Соллерс» приходится 4–5% всех продаж автомобилей в России. Около 80% продаж компании составляют модели УАЗ. До 2022 года развитие Соллерса происходило главным образом за счет сотрудничества с иностранными компаниями. После ухода из России западных партнеров Соллерс лишился доступа к комплектующим. Теперь задача группы – нарастить объемы выпуска продаж под собственным брендом, задействуя мощности бывших совместных предприятий.

- **Группа «Соллерс» – лидер в сегменте легких грузовиков.** Доля компании в сегменте легкого коммерческого транспорта составляет около 40%. Также Соллерс представлен в сегменте пикапов (доля более 20%) и легковых автомобилей (около 1%).
- **Делает ставку на свой бренд.** В 2022 году без доступа к иностранным комплектующим продажи автомобилей марок Ford и Mazda, которые в 2012-2021 гг. выпускала группа, упали почти до нуля. Взамен стартовала сборка автомобилей под брендом «Соллерс». Теперь цель группы – локализовать производство полного цикла в России.
- **Рынок благоприятствует осуществлению планов.** Растущий спрос на легкие грузовики в России и отсутствие иностранной конкуренции обеспечат рост продаж автомобилей под брендом «Соллерс» более чем в три раза в течение следующих пяти лет. Даже с учетом скромной динамики реализации моделей УАЗ (плюс 5% за то же время) это обеспечит рост продаж автомобилей группы в 1,5 раза к 2028 году.
- **Инвесторы могут стать бенефициарами роста.** Реализация планов по продажам обеспечит к 2028 году: удвоение выручки (CAGR 17%) и рост чистой прибыли на 60% (CAGR 10%). Учитывая сильный денежный поток и наличие чистой денежной позиции на балансе, Соллерс может делиться половиной своей чистой прибыли, что обеспечит инвесторов дивидендной доходностью 7–12%.
- Мы начинаем аналитическое покрытие акций группы «Соллерс» с **целевой цены 1 300 руб.** и оценки **ПОКУПАТЬ**.

История группы

От Северсталь-авто до IPO. История «Соллерса» началась как одной из «дочерних» компаний металлургического холдинга «Северсталь». В 2020 году Северсталь приобрела Ульяновский автомобильный завод (УАЗ), а затем и Заволжский моторный завод (ЗМЗ). Весной 2002 года на базе приобретенных активов было создано ОАО «Северсталь-авто». Генеральным директором новой компании стал Вадим Швецов. При новом руководстве УАЗ вышел на уровень безубыточности, но для развития бизнеса потребовались инвестиции. В мае 2005 года «Северсталь-авто» провела IPO, на котором разместила 30% уставного капитала по цене 420 руб./акция (\$15,1). Таким образом, было привлечено \$135 млн, а вся компания была оценена в \$450 млн. Деньги от размещения сразу же были направлены на покупку ОАО «Завод малолитражных автомобилей» (ЗМА) в Набережных Челнах, где запустили сборку корейских внедорожников Rexton.

Создание компании «Соллерс». До 2007 года Алексей Мордашов оставался главным акционером «Северсталь-авто». В 2007 году Вадим Швецов выкупил его пакет акций и стал владельцем 58% акций компании, а в 2008 году сменил ее название на «Соллерс».

Рост за счет совместных предприятий. Несмотря на кризис 2008 года, активная поддержка правительства способствовала развитию отечественного автопрома именно через партнерства с иностранными автогигантами.

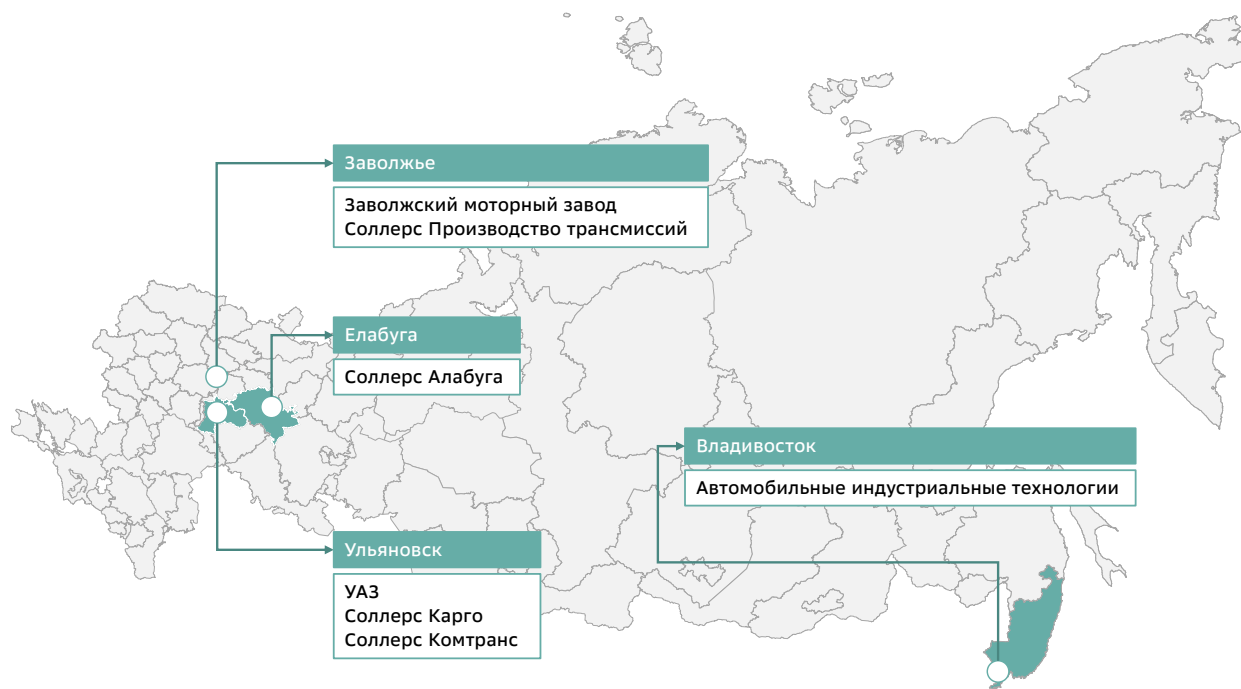
- **СП «Исузу–Соллерс».** До 2016 года Соллерс состоял в СП с японской Isuzu Motors, благодаря которому на площадке в Ульяновске предприятие «Северсталь-авто – Исудзу» производило шасси и пикапы D-Max. В 2016 году Соллерс вышел из СП, продав свои 50% другой японской корпорации. Но в 2022 году японцам пришлось покинуть российский рынок, и бизнес Isuzu полностью перешел Соллерс. Сейчас завод не выпускает новые автомобили, но у Соллерса есть планы восстановить производство на этой площадке.
- **СП «Форд–Соллерс».** Это предприятие было основано в 2011 году на паритетной основе с американской Ford Motor Company. Для сборки легких грузовиков Ford Transit была выбрана площадка в Елабуге. В октябре 2022 года Ford сообщил о полном выходе из СП, однако оставил за собой возможность выкупить свою долю обратно в течение пяти лет. Группа «Соллерс» взамен учредила ООО «Соллерс Алабуга», в рамках которого на площадке бывшего СП начала производство легких грузовиков (LCV) под своим брендом.
- **СП «Мазда–Соллерс».** СП появилось в 2012 году на паритетной основе с японской Mazda Motor. На площадке бывшего судоремонтного предприятия «Дальзавод» началась крупноузловая сборка кроссоверов Mazda CX-9 и Mazda CX-5, а также седана Mazda 6. Мощности производственной площадки во Владивостоке были рассчитаны на ежегодный выпуск 70 тыс. автомобилей корейских и японских моделей. Однако в конце 2022 года японский автоконцерн Mazda, так же как и Ford, покинул СП, оставив за собой право вернуться в течение следующих трех лет. На площадке во Владивостоке Соллерс учредил ООО «Автомобильные промышленные технологии» (АИТ), где в 2023 году начал производство пикапа под собственным брендом.

Действующие мощности группы

На сегодня производственные мощности группы «Соллерс» представлены следующими активами:

- **Площадка в Ульяновске** – ориентирована на выпуск:
 - ▶ автомобилей модельного ряда УАЗ (мощностью 75 тыс единиц в год)
 - ▶ малолитражных грузовиков «Соллерс Арго» (мощностью 10 тыс единиц в год).
- **Площадка в Елабуге** (особая экономическая зона «Алабуга») мощностью 85 тыс. автомобилей. С 2022 года с ее конвейера сходят легкие грузовики «Соллерс Атлант».
- **Площадка во Владивостоке** мощностью 10 тыс. автомобилей. С 2023 года на ней собираются рамные внедорожные пикапы «Соллерс ST-6».

География активов группы «Соллерс»



Источник: компания, SberCIB Investment Research

Мощности Соллерса по выпуску автомобилей, тыс. ед.

Площадка	Мощность (в год)	Модели	
Ульяновск, Ульяновская область	75 000	грузовой ряд УАЗ, УАЗ Хантер, УАЗ Патриот, УАЗ Пикап	
	10 000	Соллерс Арго	
Елабуга, Татарстан	85 000	Соллерс Атлант	
Владивосток, Приморский край	10 000	Соллерс ST-6	

Источник: компания, SberCIB Investment Research

Таким образом, группа «Соллерс» может производить 180 тыс. автомобилей в год. Тем не менее обычно площадка в Ульяновске загружена на 50–60%, в Елабуге (СП Соллерс–Форд) – на 15–25%, а во Владивостоке – не более чем на 30%.

Стратегия развития группы

Основная задача Соллерса – обеспечить максимальную локализацию производства. Для этого компания уже реализует ряд проектов.

Перезапуск производства дизельных двигателей на заводе в Елабуге. В июле 2023 года завод начал выпускать дизельные двигатели объемом 2 л и 2,7 л (130 л. с. и 150 л. с.), соответствующие стандарту «Евро-6» по проекту китайского автопроизводителя JAC. До 2019 года он выпускал двигатели в рамках СП «Форд-Соллерс». Перезапуск обошелся Соллерсу в 2,2 млрд руб. Компания полностью локализовала ключевые цепочки производства: литье, механическую обработку базовых деталей, сборку и контрольные испытания. Мощности завода позволяют выпускать до 50 тыс. единиц продукции в год с возможностью увеличения до 100 тыс. штук. Двигатели могут использоваться как для внедорожников УАЗ, так и для автомобилей Соллерса, и даже для легких грузовиков КАМАЗ Компас.

Производство кузовных штампованных деталей на заводе в Елабуге. Проект позволит локализовать порядка 120 деталей кузова и кабины для автомобилей Соллерс Атлант и Соллерс Арго. Объем производства комплектов составит порядка 40 тыс. шт. в год. На закупку нового оборудования и штамповой оснастки будет потрачено 3,4 млрд руб. Производство будет запущено в середине 2025 года.

Производство компонентов систем безопасности в Ульяновске. Соллерс планирует закупить новое оборудование: пенозаливочные машины, линии по сборке компонентов и швейное оборудование. Инвестиции в проект составят 1,5 млрд руб. В 2025 году завод будет запущен. Продукция будет поставляться не только на предприятия группы «Соллерс», но и другим отечественным автопроизводителям.

Производство механической коробки передач (МКП) на Заволжском моторном заводе (ЗМЗ). Инвестиции в проект составят около 600 млн руб. Объем производства будет постепенно расти с 7 тыс. до 50 тыс. шт. в год. В первую очередь МКП будут оснащать автомобили УАЗ Патриот, Пикап и Профи нового модельного года. Однако есть и потенциал продажи третьей стороне.

Развитие мультибрендового индустриального центра по выпуску рамных автомобилей в Ульяновске. Этот проект предполагает реализацию производства полного цикла легких коммерческих грузовиков Соллерс Арго. Мощности завода позволят выпускать более 10 тыс. автомобилей в год. Общие инвестиции в проект, включая развитие производства высокотехнологичных автокомпонентов и запчастей, составят 3 млрд руб.

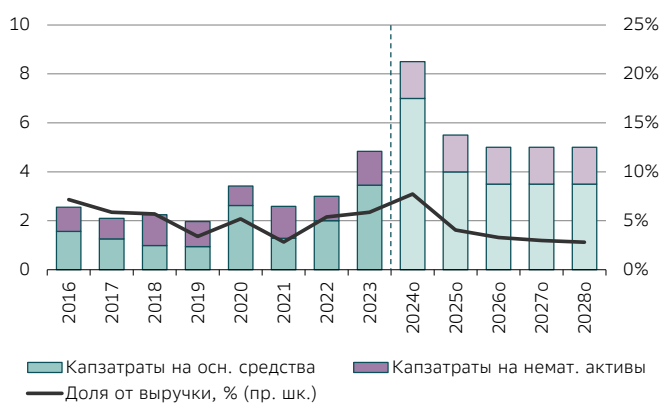
Ключевые инвестиционные проекты Соллерса, 2023-2025 гг.

Проект	Площадка	Мощность, тыс. ед. (в год)	Инвестиции (млрд руб.)	Срок реализации
Перезапуск завода дизельных двигателей	Елабуга	50 000	2,2	2023
Производство кузовных штампованных деталей	Елабуга	40 000	3,4	2024-2025
Производство компонентов систем безопасности	Ульяновск		1,5	2024-2025
Производство механической коробки передач	Заволжский моторный завод	50 000	0,6	2024-2025
Развитие мультибрендового индустриального центра по выпуску рамных автомобилей (Соллерс Арго), автокомпонентов и запчастей	Ульяновск	10 000	3,0	2024-2025

Источник: компания, SberCIB Investment Research

На 2024 год придется пик инвестиционного цикла Соллерс. Далее объем капитальных вложений вернется на уровень 2023 года. В 2025–2028 гг. капзатраты составят 4,5–5 млрд руб. в год. Соллерс продолжит инвестировать в развитие модельного ряда, в локализацию электронных систем и пластиковых деталей, а также в проектные разработки для поставщиков.

Капитальные расходы Соллерса, млрд руб.



Источник: компания, SberCIB Investment Research

Соллерс, как и КАМАЗ, под проекты локализации производства привлекает средства у Фонда развития промышленности (ФРП) по программе «Автокомпоненты».

Бизнес-модель группы

Выручка

Около 85% выручки группы «Соллерс» приходится на продажу автомобилей, 12% приносит реализация комплектующих и двигателей.

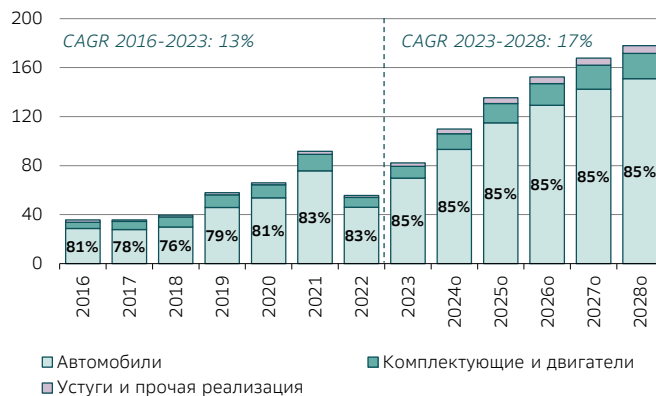
В составе доходов от автомобильного сегмента на грузовики модельного ряда УАЗ приходится 67% доходов, а на новые модели Соллерс – 32%.

По нашей оценке, реализация инвестиционной программы группы и высокий спрос на легкие грузовики позволит Соллерсу в 2024–2028 гг. нарастить продажи:

- автомобилей старого грузового ряда УАЗ – с 39 тыс. до 41 тыс. ед.,
- моделей Соллерс Атлант – с 8,5 тыс. до 20 тыс. ед.,
- моделей Соллерс Арго – с 0,8 тыс. до 7 тыс. ед.,
- моделей Соллерс ST-6 – с 0,7 тыс. до 6 тыс. ед. в год.

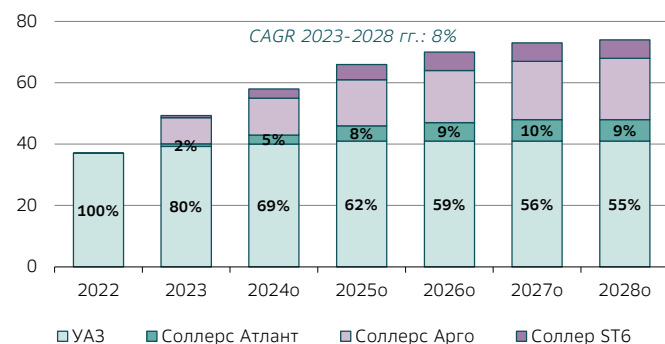
Мы ожидаем, что рост объемов продаж вкупе с повышением цен на автомобили на уровне инфляции обеспечат среднегодовой рост выручки 17% в 2024–2028 гг.

Динамика выручки Соллерса



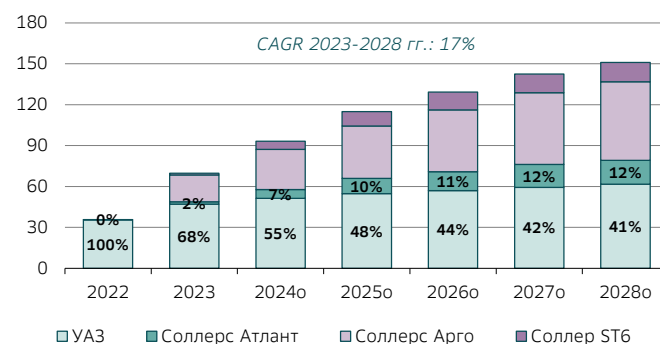
Источник: компания, SberCIB Investment Research

Объемы продаж транспортных средств Соллерса, тыс. шт.



Источник: компания, SberCIB Investment Research

Выручка от продажи транспортных средств, млрд руб.



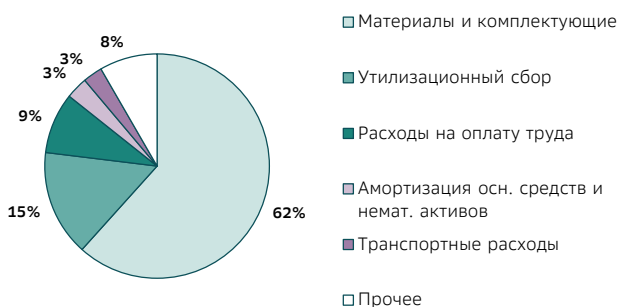
Источник: компания, SberCIB Investment Research

СТРУКТУРА РАСХОДОВ И РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ

Автомобилестроительная отрасль не отличается высокой рентабельностью в силу своей капиталоемкости. Себестоимость производства у Соллерса составляет 80–85% от выручки. На коммерческие и административные расходы приходится еще 13–15%.

Самая крупная статья расходов – материалы и комплектующие (более 70% себестоимости). Расходы на персонал составляют лишь 10%. Довольно заметный вклад в расходы вносит утилизационный сбор (18%), однако он полностью компенсируется государством.

Структура себестоимости у Соллерса, 2023



Источник: компания, SberCIB Investment Research

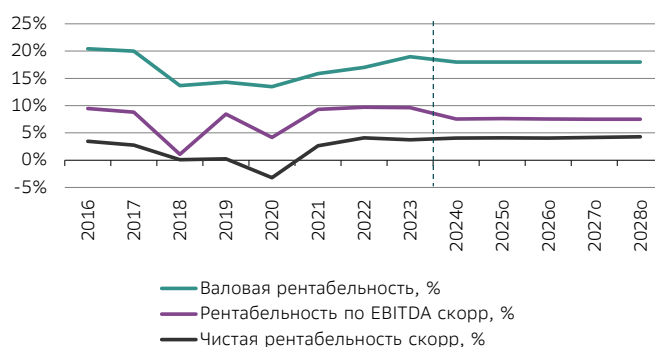
Валовая рентабельность. До 2018 года валовая рентабельность группы «Соллерс» составляла 20%. Однако в связи с увеличением закупок импортных комплектующих в рамках партнерств с западными автоконцернами в 2018–2021 гг. показатель опустился до 14–16%. Вынужденное расторжение СП с контрагентами из недружественных стран, поиск сначала китайских альтернатив, а затем и локализация комплектующих позволили Соллерсу в 2023 году вернуть рентабельность на уровень 19%.

Рентабельность по EBITDA. С 2016–2022 гг. рентабельность по EBITDA группы держалась в среднем на уровне 7%. В 2023 году показатель достиг 12% благодаря снижению зависимости от импортных комплектующих, а также разовому доходу от приобретения дочерней компании (2,5 млрд руб). Без последнего рентабельность по EBITDA составила бы чуть менее 10%.

Чистая рентабельность. В 2016–2022 гг. показатель находился в диапазоне от минус 3% до плюс 3%. Невысокая операционная маржа плюс сальдо процентных доходов и расходов, которое составляло 2–3% от выручки, не позволяли зарабатывать больше. Кроме того, последние три года прибыль неконтролирующих акционеров была уже значительной и занижала прибыль, остающуюся в распоряжении акционеров Соллерса. Однако в 2023 году снижение процентных расходов, а также почти полное отсутствие прибыли неконтролирующих акционеров (из-за расторжения действовавших ранее СП) обеспечили чистую рентабельность 6%.

Мы ожидаем, что в 2024–2028 гг. валовая рентабельность группы «Соллерс» останется на уровне 2023 года благодаря дальнейшей локализации производства. Рентабельность по EBITDA будет держаться на уровне 8%, а чистая рентабельность останется на уровне 4%.

Динамика рентабельности



Источник: компания, SberCIB Investment Research

ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА

Производство легкого коммерческого транспорта не требует значительных капитальных затрат, поэтому группе «Соллерс» удавалось большую часть инвестиционной программы финансировать из операционного денежного потока. После непростых для компании 2017–2018 гг. долговая нагрузка не превышала 1 по показателю «чистый долг/EBITDA».

Мы ожидаем, что, несмотря на растущий операционный денежный поток, Соллерс будет прибегать к льготным займам от ФРП по программе «Автокомпоненты». Это позволит компании заменить более дорогой текущий портфель на портфель по ставке 3–5%. По нашей оценке, Соллерс выйдет на чистую денежную позицию уже в 2024 году и будет ее увеличивать по мере роста бизнеса.

Долговая нагрузка, млрд руб.



Источник: компания, SberCIB Investment Research

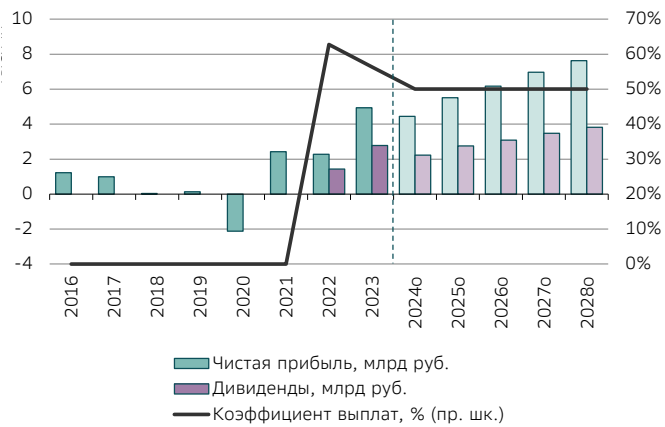
ДИВИДЕНДЫ

Согласно дивидендной политике группы, совет директоров может рекомендовать к выплате все свободные денежные средства с учетом чистой прибыли, объема долгосрочной инвестиционной программы и уровня долговой нагрузки (пороговое значение равно 1 по показателю «чистый долг/EBITDA»).

За свою историю Соллерс платил дивиденды лишь шесть раз: за 2006, 2007, 2008, 2013, 2014 и 2022 годы. В начале мая 2024 года совет директоров рекомендовал выплатить 89 руб. на акцию за 2023 год. Относительно чистой прибыли по МСФО выплаты составили за 2013–2014 гг. 30–50%, а за 2022–2023 гг. – около 60%.

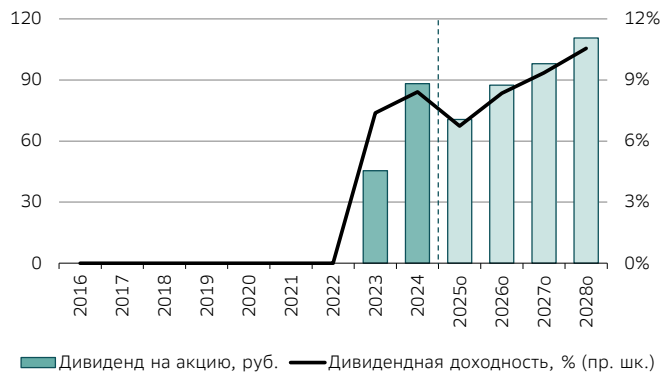
Согласно нашему прогнозу, в 2024–2028 гг. все условия для выплаты дивидендов будут выполняться: компания получит чистую прибыль и положительный чистый денежный поток, а долговая нагрузка будет ниже порогового значения. Если Соллерс будет выплачивать 50% от чистой прибыли по МСФО, дивидендная доходность по текущим котировкам может достигнуть 12% к 2028 году.

Коэффициент выплат от чистой прибыли



Источник: компания, SberCIB Investment Research

Дивиденд на акцию и дивидендная доходность



Источник: компания, SberCIB Investment Research

Структура акционеров

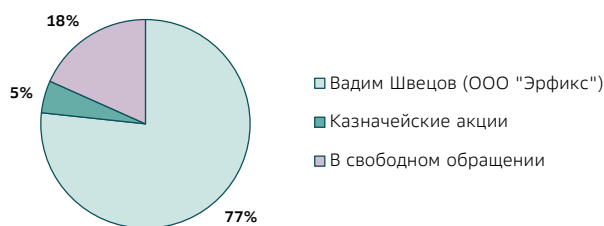
До 2022 года ключевым акционером ПАО «Соллерс» был его основатель Вадим Швецов. Он владел 76,7% компании: до 2014 года через кипрскую структуру Newdeal Investments, после – через ООО «Эрфикс».

В конце июня 2022 года Вадим Швецов продал свой пакет компании «Альтер Инвест», принадлежащей представителям менеджмента группы. Структура сделки не была раскрыта.

В 2021 и 2022 годах Соллерс выкупил с рынка 3,4 млн акций (чуть более 10% капитала). В 2022 году из них 1,7 млн акций было погашено. В середине 2023 года: 1,07 млн было погашено, 0,6 млн – было продано обратно в рынок.

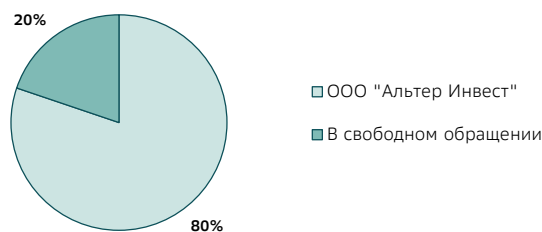
Сейчас в обращении 31,5 млн акций. В свободном обращении 19,8% акций.

Структура акционеров Соллерс, 2021



Источник: компания, SberCIB Investment Research

Структура акционеров Соллерс, 2023



Источник: компания, SberCIB Investment Research

SWOT-анализ

ПРЕИМУЩЕСТВА

- Один из крупнейших производителей легких грузовиков в России.
- Низкая конкуренция в секторе легкого коммерческого транспорта со стороны китайского автопрома.
- Консолидация мощностей бывших СП с иностранными компаниями после их ухода из России: Ford, Mazda, Isuzu.
- Быстрое восстановление производства легких грузовиков уже под брендом «Соллерс» за счет партнерства с китайской компанией JAC.
- Возмещение утилизационного сбора от государства.
- Доступ к льготному кредитованию по программе «Автокомпоненты» от ФРП.
- Низкая долговая нагрузка (0,3 по коэффициенту «чистый долг/EBITDA»).

СЛАБЫЕ СТОРОНЫ

- Зависимость от импортных компонентов и запчастей для моделей «Соллерс».
- Наличие валютных затрат в себестоимости (закупка китайских комплектующих).
- Нерегулярные дивидендные выплаты.

Возможности

- Увеличение продаж легких коммерческих грузовиков за счет высокого спроса со стороны малого и среднего бизнеса, представителей онлайн-торговли.
- Замещение выпавших продаж Ford и Mazda реализацией новых автомобилей под брендом «Соллерс» на фоне высокого спроса и локализации производства.
- Сокращение доли валютных затрат за счет дальнейшей локализации производства.
- Снижение стоимости обслуживания долга за счет льготного финансирования от ФРП.
- Рост спроса на легкие грузовики в результате снижения ключевой ставки ЦБ.

ФАКТОРЫ РИСКА

- Конкуренция со стороны китайского автопрома.
- Ослабление спроса на легкий коммерческий транспорт.
- Изменение подхода к возмещению утилизационного сбора для отечественных автопроизводителей.

Ограничение ответственности