

Еврооблигации Ford-46

Беспрецедентная перестройка бизнеса

Елизавета Наумова
Старший аналитик Альфа-Директ
(+7 495) 974-2515 (8806)

Тема

Компания Ford, известная как первая в мире, применившая классический автоборочный конвейер в 1913 г., вновь делает ставку на инновацию. Запустив беспрецедентную программу реструктуризации два года назад, направленную на изменение традиционного облика автомобильного бизнеса, Ford собирается забрать обратно потерянную бездействием долю рынка. Спрос на качество и мягкая политика ФРС могут вызвать рост котировок бумаг.

| | |
|----------------------------------|---------------------------|
| Эмитент | Ford Motor Company |
| ISIN | US345370CS72 |
| Доходн. к погашению ³ | 5,750% |
| Купон ³ | 5,291% |
| Погашение | 08.12.2046 |
| Валюта | USD |
| Композитный рейтинг | BBB |
| Ранг долга | Старший необеспеченный |
| Мин. лот | \$2'000 |
| Квал. инвестор | Да |

Ford Motor Company — 2^{ой} в США (после General Motors) и 5^{ый} в мире по объему производства американский автопроизводитель со штаб квартирой в штате Мичиган. Компания оперирует в трёх сегментах – продажи автомобилей (Ford Automotive, 92% от выручки), финансовые услуги (Mobility Segment, 7% от выручки) и разработка автономных транспортных средств (Ford Smart Mobility). По сравнению с «Большой Тройкой»¹, Ford глобально более диверсифицирован, управляет самостоятельно и/или совместно 61 заводом в пяти регионах (см. рис 1). Ключевым рынком сбыта для компании является Северная Америка (65% от общей выручки в 2018 г.), Европа (21%) и АТР (8%). За последние пять лет среднегодовые темпы роста выручки в этих трех ключевых рынках составили 2,2%, 2,8% и 3,8% соответственно. Несмотря на это, операционная маржа и занимаемая доля рынка Ford с 2014 г. снизились с 5,4% до 4,4% и 7,3% до 6,3% соответственно.

Сейчас компания переживает период трансформации. Новые вызовы авторынка решаются переориентацией на новые технологии, машинное обучение и искусственный интеллект. Под началом нового CEO Джима Хаккета (ранее руководившего созданием Ford Smart Mobility), Ford приступил к существенной реорганизации и реструктуризации своих глобальных операций. По мнению Moody's, «программа реструктуризации является беспрецедентной в автомобильном секторе, учитывая ее широту, масштаб и неопределенность в долгосрочной перспективе». **По подсчетам Ford, стоимость программы составит ~\$18 млрд. в течение ближайших 2-3 лет.** Однако, несмотря на охват, по мнению многих экспертов (Goldman Sachs, Fitch) рынок недооценивает потенциал трансформации. Ниже представлены лишь некоторые уже предпринятые шаги (потрачено ~\$2.8 млрд. с 2018 г.):

Анализ

- Реорганизация структуры и управления, сокращение численности персонала;
- Ориентация на потребительские предпочтения. Например, в Северной Америке Ford практически полностью отказался от пассажирских седанов в пользу более прибыльных типов кузова — грузовиков, пикапов и малотоннажных грузовиков²;
- Сворачивание неприбыльных мощностей в Европе и Южной Америке;
- Ориентация на Китай. Создание самостоятельного бизнес-подразделения Ford China. Локализация управленческой команды и работа с местными игроками (такими как Baidu), имеющими широкий охват аудитории и понимание предпочтений китайских потребителей. Вывод 30 новых моделей за три года. Унификация дистрибьютерских сетей;
- Создание стратегических альянсов (VW, Mahindra);
- Инвестирование в области электрификации.

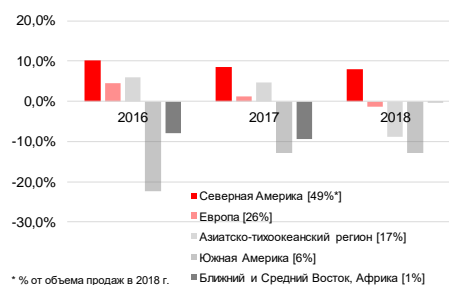
Рынок расценил результаты отчетности за 2 кв. 2019 г. (вышли 24 июля 2019 г.) как негативные (чистая прибыль упала на 86% г/г), но если заглянуть «под капот» отчетности Ford, то стали заметны первые плоды глобальной трансформации. В частности, в Европе был зафиксирован первый квартальный рост продаж за последние два года; в Китае операционный убыток сократился вдвое, причем улучшение было достигнуто по всем ключевым направлениям — ассортимент продукции, цены, расходы. Свободный денежный поток за 1 полугодия 2019 г. вырос на 80% г/г до \$2,1 млрд.

Автоиндустрия является чувствительной к экономическим циклам, поэтому менеджмент компании таргетирует поддержку ликвидности средств Ford на уровне \$30 млрд. По состоянию на 30 июня 2019 г. ликвидность Ford составила \$37,3 млрд., долг (сегмент Automotive) - \$14,6 млрд.

Долгосрочный рейтинг Ford оценивается рейтинговыми агентствами на уровне BBB (негативный) / Baa3(негативный) / BBB(негативный).

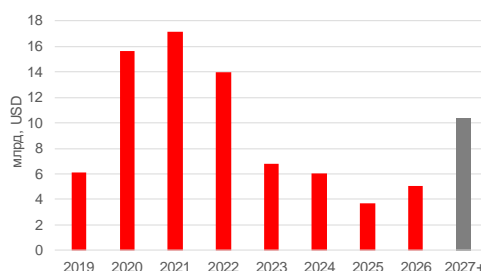
¹ General Motors, Ford Motor Company и Fiat Chrysler Automobiles часто называют «Большой Тройкой», являющейся крупнейшим автопроизводителем в Соединенных Штатах. Все трое имеют свои штаб-квартиры в районе Детройта.
² Глава Ford в Северной Америке Гусар Галхорта считает, что клиенты в США все чаще предпочитают «большую полезность грузовиков» над седанами, в том числе из-за их более высокой высоты сидения, обеспечивающей более удобный обзор дороги, облегченного входа и выхода (в том числе для пожилых людей), больше пассажиро- и грузопропускной способности.

Операционная маржа Ford Motors в региональной разбивке



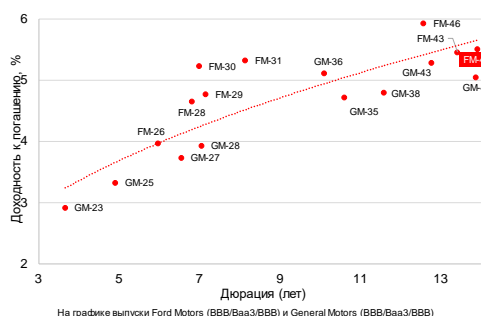
Источники: Отчетность компании

График погашения обязательств Ford Motors, млрд. USD



Источники: Bloomberg

Карта доходностей бумаг Ford Motors в сравнении с General Motors



Источники: Bloomberg

Риски

Наступление значительного спада в американской экономике до завершения программы реструктуризации является ключевым риском, который отразится в снижении операционных результатов. Другие риски: неопределённость успеха реструктуризации, понижение рейтинга двумя рейтинговыми агентствами. На валютные облигации компании может повлиять политика ФРС США.

³ Доходность и купон указаны без учёта налогообложения (налог может составлять до 30% от купонного дохода)

Альфа-Банк

Проспект Академика Сахарова 12 Москва, Россия 107078
+7 (495) 795-3712

Начальник управления Константин Шапшаров
+7 (495) 228-8828 kshapsharov@alfabank.ru

| | | | |
|---|---|---------------------------------|---|
| Аналитический отдел | +7 (495) 795-3676 | Потребительский | |
| Начальник отдела | | Евгений Кипнис | ekipnis@alfabank.ru +7 (495) 795-3713 |
| Борис Красноженов | bkrasnozhenov@alfabank.ru +7 (495) 795-3612 | Олеся Воробьева | ooovorobyeva@alfabank.ru +7 (499) 681-3075 |
| Макроэкономика | | Финансы | |
| Наталья Орлова, Ph.D. | norlova@alfabank.ru +7 (495) 795-3677 | Евгений Кипнис | ekipnis@alfabank.ru +7 (495) 795-3713 |
| Стратегия | | TMT, Сельское хоз-во | |
| Джон Волш | jwalsh@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 8238) | Анна Курбатова | akurbatova@alfabank.ru +7 (495) 795-3740 |
| Металлы и горная добыча | | Олеся Воробьева | |
| Борис Красноженов | bkrasnozhenov@alfabank.ru +7 (495) 795-3612 | | ooovorobyeva@alfabank.ru +7 (499) 681-3075 |
| Юля Толстых | yatolstyh@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 8681) | Перевод | |
| Нефть и газ | | Анна Мартынова | amartynova@alfabank.ru +7 (495) 795-3676 |
| Антон Коряцко | akorytsko@alfabank.ru +7 (495) 795-3612 | Спец. по данным/Аналитик | |
| Торговые операции и продажи (Москва) | +7 (495) 223-5500 | Денис Дорофеев | didorofeev@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 8086) |
| Международные продажи | | Альфа Директ | +7 (495) 795-3680 |
| Александр Зоров | azorov@alfabank.ru +7 (495) 745-5621 | Директор | |
| Светлана Голодинкина | sgolodinkina@alfabank.ru +7 (495) 785-7416 | Сергей Рыбаков | srybakov@alfabank.ru +7 (495) 795-3680 |
| Артем Белобров | abelobrov@alfabank.ru +7 (495) 785-7414 | Аналитический отдел | |
| РЕПО | | Гельды Союнов | gsoyunov@alfabank.ru +7 (495) 641-3673 |
| Вячеслав Савицкий | vsavitskiy@alfabank.ru | Алан Казиев | akaziev@alfabank.ru +7 (495) 974-2515 (доб. 8568) |
| Олег Морозов | omorozov@alfabank.ru +7 (495) 783-5101 | Елизавета Наумова | enaumova@alfabank.ru +7 (495) 795-3680 (доб. 8806) |
| | | Продажи | |
| | | Ирина Фадеева | ikfadeeva@alfabank.ru +7 (495) 974-2515 (доб. 8328) |
| | | Валерий Кремнев | vkremnev@alfabank.ru +7 (499) 215-9009 |
| | | Ольга Бабина | obabina@alfabank.ru +7 (495) 974-2515 (доб. 4092) |

© Альфа-Банк, 2019 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29 01 1998 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен АО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал распространяется исключительно для информационных целей. Распространение данного материала не является деятельностью по инвестиционному консультированию. Информация, приведенная в данном материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого, или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране. Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах: Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее «Alfa Capital»), являющейся дочерней компанией Альфа-групп, постольку, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами, и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.