

### Еврооблигации Jaguar Land Rover-26

Тайный покупатель

Елизавета Наумова

Старший аналитик Альфа-Директ

(+7 495) 974-2515 (8806)

Тема

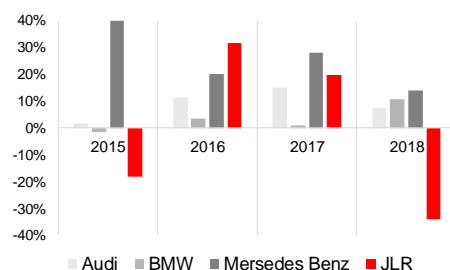
Текущие тенденции авторынка – электрификация, необходимость соответствовать экологичным нормам по выбросам, поддержка модельного ряда – требуют значительных инвестиций в последующие годы, в результате многие автопроизводители могут пересмотреть свои бизнес модели, в том числе — Tata Motors. Возможная продажи Tata своего проблемного актива Jaguar Land Rover BMW или Group PSA (или китайскому бизнесу), или более плотное сотрудничество с ними окажет позитивное влияние на кредитное качество Jaguar Land Rover.

Эмитент	Jaguar Land Rover
ISIN	XS1881005976
Доходн. к погашению	6,15%
Купон	4,50%
Погашение	15.01.2026
Валюта	EUR
Композитный рейтинг	B+
Ранг долга	Старший необеспеченный
Мин. лот	\$100'000
Квал. инвестор	Да

**Jaguar Land Rover (JLR)** — британский производитель премиальных легковых автомобилей и вездеходов под марками Jaguar (28% продаж) и Land Rover (71%). Занимает ~8% рынка премиальных автомобилей. Материнской компанией JLR является индийский концерн Tata Motors Ltd. (Ваз/В+/-), купивший компанию в июне 2008 г. у Ford Motors за \$2,3 млрд. JLR является стратегически важным бизнес подразделением Tata Motors с ~74% долей выручки. Географически продажи JLR сосредоточены в Китае (26%), Великобритании (23%) и Северной Америке (19%). Большая часть заводов и проектных центров JLR находятся в Великобритании. JLR имеет также завод в Бразилии, Австрии и Словакии, а также совместное предприятие в Китае.

**Узнаваемость бренда и выпуск в продажу в июне 2018 г. первого полностью электрического автомобиля JLR I-PACE<sup>1</sup> не смогли компенсировать общую слабость продаж.** По итогам 2018/2019 г.<sup>2</sup> количество проданных машин JLR упало на 6,3% до 592 тыс. машин (выручка составила £24,2 млрд.), а маржинальность по скорр. EBITDA показала снижение на 2,6 п.п. до 8,2%. Кроме того, в 3 кв. 2018 г. менеджмент компании списал £3,1 млрд. обесцененных активов, потраченных на инвестиции в R&D, что привело к чистому убытку в 2018 г. в размере £3,6 млрд. Подавленные продажи в Китае, на который ранее были «сделаны ставки», связаны как с общим замедлением экономики региона, так и с проигрыванием в конкуренции таким игрокам как BMW, Audi и Mercedes-Benz, занимающие вместе более 90% всего премиального рынка авто в Китае.

Темпы роста продаж премиального авто сегмента в Китае, г/г



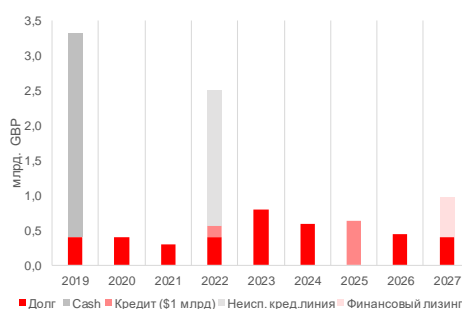
Источники: Отчетности компаний

Анализ

**Менеджмент JLR принимает активные действия для возвращения к прибыльности компании** с 70-летней историей, запустив в прошлом году программы по сокращению затрат и повышению операционной эффективности (Project Charge и Project Accelerate) с целью экономии £2,5 млрд (сейчас завершены на 68%). Последние квартальные результаты (за 1 кв. 2019/2020 г., закончившиеся 31 июня 2019г.), тем не менее, все еще показывают подавленные объемы продаж (-11,6% г/г).

**Ликвидность JLR в целом остается адекватной.** По состоянию на июль 2019 г. компания имела \$2,9 млрд. денежных средств и \$1,9 млрд. неиспользованной кредитной линии до 2022 от Standard Chartered Bank (5<sup>ый</sup> по величине банк в Гонконге). Отношение чистого долга к EBITDA находится на уровне 0,11x, оставаясь в пределах одного стандартного отклонения от уровней сектора в -0,4x. JLR имеет также благоприятный график платежей и диверсифицируемую валюту займов. **Несмотря на это, чистый денежный поток JLR (по прогнозам самой компании), вероятнее всего будет находиться в отрицательной зоне в 2019/2020 и 2020/2021 финансовых годах на фоне планируемых капитальных затрат общей стоимостью до £4 млрд. за два года.**

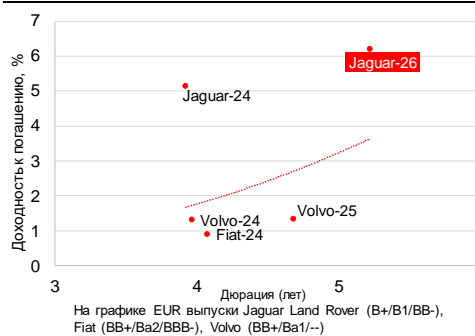
График погашения обязательств, млрд. USD



Источники: Отчетность компании

**Нерешенные вопросы Brexit сейчас отражаются в премии к риску бумаг.** JLR экспортирует более 20% продукции в Европу из Великобритании, которая все еще получает торговые преференции от пребывания страной-членом ЕС. В случае Brexit без сделки, машины JLR потеряют свою конкурентоспособность в связи с ростом цен на них. В тоже время сам менеджмент JLR утверждает, что рост тарифов будет компенсироваться падением фунта, смягчая удар по бизнесу JLR.

Карта доходностей бумаг Jaguar Land Rover в сравнении с аналогичными по рейтингу автопроизводителями



Источники: Bloomberg

**Встречные ветры, с которыми сталкивается JLR, распространились и на локальный бизнес материнской компании Tata Motors** (кап. \$17,8 млрд. на 31.03.2019 г.). Продажи автотранспорта в Индии падают 11-ый месяц подряд, зафиксировав в сентябре снижение на 33% г/г на фоне слабой экономической активности.

**На этом фоне на рынке активно циркулируют слухи о возможных продажах Tata своего проблемного актива JLR BMW (A1/A+/-) или PSA (Ваа3/BBB-BBB-).** В 2018 г. Tata и BMW вступили в стратегическое партнерство, позволяющее обоим экономить за счет совместных инвестиций, исследований и разработок. Согласно неофициальным комментариям, BMW готов заплатить \$11 млрд. за JLR, что обеспечит солидную прибыль Tata, потратившую на JGL ~\$3,6 млрд.

<sup>1</sup> – в 2019 г. взял следующие премии: «World Car of the Year», «World Green Car», «World Car Design of the Year»

<sup>2</sup> – финансовый год заканчивается 31 марта 2019 г.

<sup>3</sup> – Всемирная согласованная процедура испытаний легковых автомобилей

Риски

Хаотичный Brexit, эскалация торговой и тарифной напряженности, неспособность развернуть снижение продаж в Китае негативно отразится на прибыльности компании, и как следствие, платежеспособности компании.

Альфа Банк

Проспект Академика Сахарова 12 Москва, Россия 107078  
+7 (495) 795-3680

<b>Аналитический отдел</b>	<b>+7 (495) 795-3676</b>	<b>Потребительский</b>	
<b>Начальник отдела</b>		Евгений Кипнис	<a href="mailto:ekipnis@alfabank.ru">ekipnis@alfabank.ru</a> +7 (495) 795-3713
Борис Красноженов	<a href="mailto:bkrasnozhenov@alfabank.ru">bkrasnozhenov@alfabank.ru</a> +7 (495) 795-3612	Олеся Воробьева	<a href="mailto:oovorobyeva@alfabank.ru">oovorobyeva@alfabank.ru</a> +7 (499) 681-3075
<b>Макроэкономика</b>		<b>Финансы</b>	
Наталья Орлова, Ph.D.	<a href="mailto:norlova@alfabank.ru">norlova@alfabank.ru</a> +7 (495) 795-3677	Евгений Кипнис	<a href="mailto:ekipnis@alfabank.ru">ekipnis@alfabank.ru</a> +7 (495) 795-3713
<b>Стратегия</b>		<b>TMT, Сельское хоз-во</b>	
Джон Волш	<a href="mailto:jwalsh@alfabank.ru">jwalsh@alfabank.ru</a> +7 (499) 923-6697 (доб. 8238)	Анна Курбатова	<a href="mailto:akurbatova@alfabank.ru">akurbatova@alfabank.ru</a> +7 (495) 795-3740
<b>Металлы и горная добыча</b>		Олеся Воробьева	<a href="mailto:oovorobyeva@alfabank.ru">oovorobyeva@alfabank.ru</a> +7 (499) 681-3075
Борис Красноженов	<a href="mailto:bkrasnozhenov@alfabank.ru">bkrasnozhenov@alfabank.ru</a> +7 (495) 795-3612	<b>Перевод</b>	
Юля Толстых	<a href="mailto:yatolstyh@alfabank.ru">yatolstyh@alfabank.ru</a> +7 (499) 923-6697 (доб. 8681)	Анна Мартынова	<a href="mailto:amartynova@alfabank.ru">amartynova@alfabank.ru</a> +7 (495) 795-3676
<b>Нефть и газ</b>		<b>Спец. по данным/Аналитик</b>	
Антон Коруцко	<a href="mailto:akorytsko@alfabank.ru">akorytsko@alfabank.ru</a> +7 (495) 795-3612	Денис Дорофеев	<a href="mailto:didorofeev@alfabank.ru">didorofeev@alfabank.ru</a> +7 (499) 923-6697 (доб. 8086)
<b>Торговые операции и продажи</b>	<b>+7 (495) 974-2515</b>	<b>Альфа Директ</b>	<b>+7 (495) 795-3680</b>
<b>Облигации</b>		<b>Директор</b>	
Владислав Корзан	<a href="mailto:vkorzan@alfabank.ru">vkorzan@alfabank.ru</a> +7 (495) 785-7403	Сергей Рыбаков	<a href="mailto:srybakov@alfabank.ru">srybakov@alfabank.ru</a> +7 (495) 795-3680
Егор Романченко	<a href="mailto:eromanchenko@alfabank.ru">eromanchenko@alfabank.ru</a> +7 (495) 786-4897	<b>Аналитический отдел</b>	
Дмитрий Матвиевский	<a href="mailto:dmatvievskiy@alfabank.ru">dmatvievskiy@alfabank.ru</a> +7 (495) 783-5103	Гельды Союнов	<a href="mailto:gsoyunov@alfabank.ru">gsoyunov@alfabank.ru</a> +7 (495) 641-3673
Мария Вазанова	<a href="mailto:mvazanova@alfabank.ru">mvazanova@alfabank.ru</a> +7 (495) 974-2515 (доб. 4914)	Алан Казиев	<a href="mailto:akaziev@alfabank.ru">akaziev@alfabank.ru</a> +7 (495) 974-2515 (доб. 8568)
<b>Акции</b>		Елизавета Наумова	<a href="mailto:enaumova@alfabank.ru">enaumova@alfabank.ru</a> +7 (495) 795-3680 (доб. 8806)
Александр Зоров	<a href="mailto:azorov@alfabank.ru">azorov@alfabank.ru</a> +7 (495) 745-5621	<b>Продажи</b>	
Светлана Голодинкина	<a href="mailto:sgolodinkina@alfabank.ru">sgolodinkina@alfabank.ru</a> +7 (495) 785-7416	Ирина Фадеева	<a href="mailto:ikfadeeva@alfabank.ru">ikfadeeva@alfabank.ru</a> +7 (495) 974-2515 (доб. 8328)
Артем Белобров	<a href="mailto:abelobrov@alfabank.ru">abelobrov@alfabank.ru</a> +7 (495) 785-7414	Валерий Кремнев	<a href="mailto:vkremnev@alfabank.ru">vkremnev@alfabank.ru</a> +7 (499) 215-9009
<b>РЕПО</b>		Ольга Бабина	<a href="mailto:obabina@alfabank.ru">obabina@alfabank.ru</a> +7 (495) 974-2515 (доб. 4092)
Вячеслав Савицкий	<a href="mailto:vsavitskiy@alfabank.ru">vsavitskiy@alfabank.ru</a>		
Олег Морозов	<a href="mailto:omorozov@alfabank.ru">omorozov@alfabank.ru</a> +7 (495) 783-5101		

© Альфа-Банк, 2019 г. Все права защищены. Генеральная лицензия №1326, выдана Центральным Банком РФ 16.01.2015 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.

Настоящий материал адресован исключительно квалифицированным инвесторам, как это определено в соответствии с законодательством Российской Федерации (п.2 ст.51.2 Федерального закона от 22.04.1996 №39 ФЗ "О рынке ценных бумаг"). Обращаем внимание получателя данного материала, что законодательством Российской Федерации предусмотрены ограничения в части рекламы ценных бумаг, предназначенных для квалифицированных инвесторов, установленные пунктом 1 ст. 29 Закона о рекламе ("Не допускается реклама ценных бумаг, предложение которых неограниченному кругу лиц не предусмотрено федеральными законами и иными нормативными правовыми актами Российской Федерации") и п. 4 ст. 30.2. Закона об рынке ценных бумаг ("Ценные бумаги и производные финансовые инструменты, предназначенные для квалифицированных инвесторов, не могут предлагаться неограниченному кругу лиц, в том числе с использованием рекламы, а также лицам, не являющимся квалифицированными инвесторами"). АО "Альфа-Банк" не несет ответственности за то, что данный материал по какой-либо причине доставлено получателю, не являющемуся квалифицированным инвестором.