

КамАЗ против АвтоВАЗа Грузовики снова вырываются вперед?

- **АвтоВАЗ и КамАЗ представили операционные и финансовые результаты за девять месяцев по российским стандартам учета.** Хотя отчетность содержит неконсолидированные показатели, их можно использовать для оценки реальных результатов деятельности компаний.
- **КамАЗ: небольшое замедление роста.** Несмотря на снижение темпов роста в третьем квартале, КамАЗу удалось добиться увеличения объемов производства на 31% к аналогичному периоду предыдущего года. Выручка в рублевом выражении росла примерно с той же скоростью. Автомобилестроение отличается высоким уровнем постоянных затрат, и увеличение объема производства способствует повышению рентабельности. В этой связи рост показателей рентабельности следует интерпретировать с осторожностью. Следует также отметить, что опубликованные данные не включают результаты крупнейшего торгового подразделения КамАЗа. Кроме того, у КамАЗа растут потребности в оборотном капитале, что представители компании объясняют более широким использованием лизинговых схем. В целом мы позитивно оцениваем представленные результаты. С точки зрения конкурентоспособности производители грузовых автомобилей по-прежнему находятся в лучшем положении, чем производители отечественных легковых автомобилей. Если данные консолидированной отчетности (публикация которой ожидается позднее) подтвердят позитивную динамику, кредитное качество компании, на наш взгляд, заметно возрастет.
- **АвтоВАЗ: низкая конкурентоспособность, большие мощности.** Объем производства АвтоВАЗа увеличился на 8% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Однако на фоне показателей объема продаж и увеличения долей рынка производителей иномарок такой результат представляется слабым. В результате роста рублевых цен на самые популярные модели АвтоВАЗа на 10% с начала года и укрепления национальной валюты на 6% цены на продукцию АвтоВАЗа и автомобили иностранных конкурентов установились практически на одном уровне. Большие производственные мощности АвтоВАЗа, которых не имеют его конкуренты, в такой ситуации становятся главным фактором конкурентоспособности. В то же время, возможно, что площадки дилеров будут затовариваться все чаще, как это было в начале осени. Главной проблемой АвтоВАЗа остается неопределенность стратегии компании. Судя по последним сообщениям СМИ, существенных изменений в этой сфере пока не наблюдается. Что касается кредитного качества, чрезвычайно жесткий контроль над оборотным капиталом в сочетании с высокой EBITDA и, на наш взгляд, более низким уровнем капитальных затрат позволил АвтоВАЗу существенно уменьшить объем долга (почти на 20% в рублевом выражении). Однако поскольку информация о задолженности АвтоВАЗа не вполне прозрачна, возможно, что не все снижение долга было обусловлено оттоком денежных средств.
- **Справедливые спреды.** Ранее мы оценивали справедливые спреды облигаций КамАЗа и АвтоВАЗа на уровне 300 б. п. и 250 б. п. (текущие спреды: 275 б. п. и 255 б. п.) соответственно. Сужение спреда долговых обязательств КамАЗа оправданно, но, по нашему мнению, облигации обеих компаний уже исчерпали свой потенциал роста.

Основные операционные показатели Производство автомобилей

	КамАЗ	АвтоВАЗ
Объем выпуска, 9 мес. 2006	30 176	569 327
Объем выпуска, 9 мес. 2005	23 100	525 709
Изменение за год	30.6%	8.3%
Объем выпуска, сентябрь 2006	3 904	68 798
Объем выпуска, сентябрь 2005	3 421	66 342
Изменение	14.1%	3.7%

Источник: АСМ-Холдинг

Основные финансовые показатели по РСБУ, USD млн

	КамАЗ			АвтоВАЗ		
	9 мес. 2006	9 мес. 2005/ 2005	Изменение за год/ с начала года	9 мес. 2006	9 мес. 2005/ 2005	Изменение за год/ с начала года
Выручка	1 734.43	1 270.48	36.5%	4 096.82	3 439.88	19%
Валовая прибыль	14.5%	13.7%	+80 б. п.	12.7%	11.5%	+120 б. п.
Рентабельность EBITDA	9.2%	7.1%	+210 б. п.	12.1%	10.4%	+170 б. п.
EBITDA	159.87	90.12	77%	494.80	356.86	39%
Процентные расходы	22.95	27.85	-18%	56.24	56.78	-1%
EBITDA/Процентные расходы	6.97	3.24	н/д	8.80	6.28	н/д
Совокупный долг	398.51	366.00	9%	719.45	830.38	-13%
Совокупный долг/EBITDA за последние 12 мес.	1.73	2.38	н/д	1.30	2.10	н/д

Примечание: сравнительные данные по долговой нагрузке приведены за 2005 г.

Источники: данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица могут предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

Ренессанс Капитал

125009, Москва
Вознесенский переулок, 22
Тел.: + 7 (495) 258 7777
Факс: + 7 (495) 258 7778

www.rencap.com

Аналитическое управление

Руководитель аналитического управления

Роланд Нэш
+ 7 (495) 258 7916
Rnash@rencap.com

Начальник отдела анализа акций

Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
Aburgansky@rencap.com

Заместитель начальника отдела анализа акций

Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
Nzagvozdina@rencap.com

Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
Amoisseev@rencap.com

Аналитики

Банковский сектор

+ 7 (495) 258 7748
Дэвид Нангл
Dnangle@rencap.com
Светлана Ковальская

Химия и машиностроение

+ 7 (495) 783 5653
Марина Алексеенкова
Malexeenkova@rencap.com

Потребительский сектор

+ 7 (495) 258 7753
Наталья Загвоздина
Nzagvozdina@rencap.com
Алексей Языков
Иван Николаев

Стратегия на рынке акций

+ 7 (495) 258 7916
Роланд Нэш
Rnash@rencap.com
Тим Брэнтон

Отдел анализа долговых обязательств

+ 7 (495) 258 7946
Алексей Моисеев
Amoisseev@rencap.com
Павел Мамай
Николай Подгузов
Дмитрий Поляков
Петр Гришин
Наргиз Садыхова
Валентина Крылова
Олеся Черданцева

Металлургия

+ 7 (495) 258 7743
Роб Эдвардс
Redwards@rencap.com
Юрий Власов

Нефть и газ

+ 44 (20) 7367 7741
Адам Ландес
Alandes@rencap.com
+ 7 (495) 258 7904
Александр Бурганский
Aburgansky@rencap.com
Елена Савчик
Роман Елагин
Ирина Елиневская

Экономика и политика

+ 7 (495) 258 7930
Владимир Пантюшин
Vpantuyushin@rencap.com
Олеся Черданцева

Организация корпоративных мероприятий

+ 7 (495) 204 4463
Ричард Уоллас
Rwallace@rencap.com
Ирина Черная
Жанна Старостина
Валерия Кутеева

Телекоммуникации

+ 7 (495) 258 7902
Александр Казбеги
Akazbegi@rencap.com
Анна Куприянова

Украинский рынок акций, стратегия

+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Файг Байрамов
Светлана Дрыгуш
Юлия Голеева
Владислав Носик

Административная поддержка

+ 7 (495) 725 5216
Юлия Попова
Jropova@rencap.com

Технический анализ, базы данных, разработка новых продуктов

+ 7 (495) 258 7906
Ованес Оганисян
Ooganisian@rencap.com
Александр Фомичев
Евгений Кудрин

Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке

+ 7 (495) 725 5261
Александра Волдман
Awaldman@rencap.com
Патриция Сомервилль
Джулия Белл

Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке

+ 7 (495) 258 7764
Екатерина Малахова
Emalakhova@rencap.com
Оксана Бутурлина
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун

© 2006 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.

ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации:

брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000

дилерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000

депозитарная деятельность - лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100