

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

КАМАЗ: проверенный маршрут на рынке облигаций

На протяжении последних лет КАМАЗ сохраняет лидерство по продажам тяжелых грузовиков в России: в 1 кв. 2005 на долю продукции компании пришлось 35.8% рынка. Благодаря выводу на рынок новых перспективных моделей, использованию механизмов стимулирования продаж и поддержанию высокой доступности сервиса, а также гос. поддержке отрасли грузовых автомобилей, у КАМАЗа есть все шансы не только сохранить лидерство, но и увеличить свою долю на рынке тяжелых грузовиков в ближайшие годы.

Оценка финансов Группы КАМАЗ по методике Банка ЗЕНИТ за 1 кв. 2005 года составила 1.14 (группа умеренного риска), несколько снизившись по сравнению с уровнем 2004 года (1.32, умеренный риск). Проблемной точкой эмитента по-прежнему является невысокая рентабельность бизнеса, и, как следствие, низкие показатели покрытия долга. В то же время, ближайшие 5 лет эмитент ожидает роста показателей рентабельности (до 10.8% по прибыли от продаж к 2008 году и до 3.5% по чистой прибыли), чему должны способствовать рост загрузки мощностей, реализация программы контроля за издержками и избавление от непрофильных активов.

Мы полагаем, что спрэд доходности КАМАЗа-2 к Москве должен нести премию за разницу в кредитном качестве к аналогичному спрэду Автоваза-2 в размере 60 б.п. – 80 б.п. Таким образом, премия размещаемого выпуска к московской кривой составляет 320 б.п. – 340 б.п., что соответствует доходности к оферте 9.5% - 9.7% годовых.

На протяжении последних лет КАМАЗ сохраняет лидерство по продажам тяжелых грузовиков в России: в 1 кв. 2005 на долю продукции компании пришлось 35.8% рынка. При этом, по итогам года эмитент планирует вернуть степень присутствия на рынке на уровень прошлого года (37%). Единственным серьезным конкурентом предприятия выступают подержанные иномарки, близкие по стоимости к новым моделям КАМАЗа (Man, Scania, Volvo, и т.п.). Доля последних с 2003 года выросла с 31.7% до 34.2% на фоне роста оборотов грузоперевозок из стран Западной Европы, куда доступ большинству российских грузовиков закрыт ввиду несоответствия двигателей экологическим стандартам (Евро-2 и Евро-3). В то же время, в сегментах рынка, не так остро завязанных на необходимости соответствия экологическим стандартам (самосвалы, бортовые тягачи, машины повышенной грузоподъемности), позиции иномарок гораздо слабее: иностранные грузовики остаются более дорогими в обслуживании, а сервисные сети западных концернов по масштабам заметно уступают сети отечественных производителей. Например, сеть сервисного обслуживания Scania в России насчитывает 10 центров, Volvo – 22 центра, тогда как у КАМАЗа эта цифра на порядок больше (208 центров в России, в том числе 120 собственных автоцентров и 88 независимых).

В целом, по сравнению с производителями легковых авто, российская отрасль грузового автомобилестроения гораздо более защищена от конкурентных рисков со стороны иномарок.

Как и на рынке легковых автомобилей, на рынке грузовиков государство пытается оказать поддержку отечественным производителям, в частности за счет введения ограничений на импорт подержанных авто. Довольно существенное повышение пошлин на иномарки старше 7 лет произошло в начале 2004 года: была введена временная специфическая пошлина в размере 1 евро с кубического сантиметра двигателя вместо прежних 5%-15% таможенной стоимости автомобиля. В августе текущего года эта пошлина была увеличена более чем вдвое до 2.2 евро с кубического см. двигателя, что, вероятно, приведет к перераспределению рыночных позиций не в пользу иномарок в 2006 году.

В то же время, в отличие от легкового автопрома, российские грузовики не испытывают

Оценка финансовых показателей – 1.14

Риск - умеренный

Финансовые показатели Группы КАМАЗ, млн. руб.

	2004	1 кв. 2005
Активы	74 968	69 799
Долг	14 442	15 892
Выручка	46 479	19 457
ЕБИТДА	4 473	1 393
ЕБИТДА margin	15,25%	7,16%
Debt ratio	19%	22%
Total debt/ЕБИТДА	3,23	5,7

Источник: отчетность по РСБУ, расчеты Банка ЗЕНИТ

Российский рынок тяжелых грузовиков



Источник: информационный меморандум ОАО «КАМАЗ»

особой конкуренции со стороны новых авто иностранной сборки в силу слишком существенного разрыва в стоимости (по некоторым спецификациям – двукратного). При этом, организация сборочных производств грузовых авто в России находится в зачаточном состоянии: на существующих СП KIA – Автотор и Iveco-УралАз 2004 году было собрано всего 123 и 69 автомобилей соответственно.

В то же время, господдержка отрасли и изначально более низкая цена еще не дают гарантии российским производителям грузовиков (главным образом, КАМАЗу) в плане удержания лидерства на рынке: для этого необходимо поддерживать более «рыночные» факторы конкурентоспособности – эффективное развитие сети дистрибуции/постпродажного обслуживания, широкий и обновляющийся модельный ряд.

Сервисная сеть КАМАЗа, как уже было отмечено, включает 208 центров обслуживания на территории РФ, из которых 120 – в собственности компании, еще 142 центра оказывают услуги по обслуживанию на территории стран СНГ и дальнего зарубежья. Это выводит продукцию эмитента на первое место по доступности комплектующих, что является одним из критериев выбора покупателей на рынке грузовиков. Дилерская сеть, на которую приходится порядка 70% продаж компании, включает 102 предприятия, причем 27 из них – автоцентры КАМАЗа, объединяющие в себе функции дилера, поставщика запчастей и сервисного центра. Помимо высокой доступности продукции, запчастей и сервиса, инструментом поддержки продаж выступает реализация лизинговых схем, где КАМАЗ конкурирует с иностранными компаниями (Скания Лизинг, ДаймлерКрайслерЛизинг, Volvo Finance Services, и т.п.). В текущем году поставки по лизингу должны составить порядка 2.1 – 2.45 тыс. единиц техники.

Что касается линейки продукции КАМАЗа, она охватывает практически все основные сегменты рынка тяжелых грузовиков, при этом наиболее заметную долю в продажах (по итогам 2004 г.) занимают бортовые тягачи (44%) и самосвалы (25%). В среднесрочной перспективе компания также планирует сделать ставку на автомобили повышенной грузоподъемности семейства 6520. В настоящий момент спрос на подобные машины в России превышает предложение – при этом, производственные возможности Группы КАМАЗ по данному классу, несмотря на наличие незагруженных мощностей (по прошлому году коэффициент загрузки по производству грузовых авто – порядка 44%), пока ограничены в силу технической сложности переориентации на выпуск новой модели. В то же время, в 2005–2006 гг. эмитент планирует инвестировать более 2 млрд. рублей в развитие производства отдельных узлов и деталей для семейства повышенной грузоподъемности, в том числе, в создание СП по производству коробок передач совместно с немецким концерном Цанрад Фабрик (СП «ZF-КАМАЗ»). В итоге в этом году выпуск тяжелых грузовиков семейства 6520 должен превысить 4.5 тыс., в перспективе планируется выйти на объем выпуска 8 тыс.

Вторым перспективным направлением является выход на рынок среднетоннажных автомобилей (семейство 4308). Растущий спрос на машины грузоподъемностью 3-5 тонн (городской развозной автомобиль) обеспечивает развитие сектора торговли и высокая изношенность автомобильного парка в этом классе.

Стоит отметить, что изношенность парка – общая проблема для всей отрасли грузовых автомобилей. В перспективе ближайших лет необходимость замены эксплуатируемых машин будет подогревать спрос на новые грузовики, наравне с ростом производства в основных отраслях – потребителях. Кроме того, высокий износ, очевидно, обуславливает спрос на запчасти и сервисное обслуживание, на долю которых приходится значительная часть выручки Группы КАМАЗ (36% в 2004 году). Сейчас эмитент занимает порядка 31% рынка запчастей к автомобилям КАМАЗ – заметная доля продаж приходится на «серых» производителей. В перспективе эмитент имеет все шансы увеличить свое присутствие на данном рынке: переход на производство грузовиков, оснащенных двигателями Евро-2, предполагает более высокие стандарты качества комплектующих, недоступные для серых производителей.

В целом мы полагаем, что благодаря выводу на рынок новых перспективных моделей, использованию механизмов стимулирования продаж и поддержанию высокой доступности сервиса, с одной стороны, и гос. поддержки отрасли, с другой, у КАМАЗа есть все шансы сохранить лидерство и даже увеличить свою долю на рынке тяжелых грузовиков в ближайшие годы.

Оценка финансового состояния

Итоговая оценка финансов компании по нашей методике на основе данных сводной отчетности по Группе за 6 мес. 2005 составила 1.14 («умеренный риск»), несколько снизившись по сравнению с уровнем 2004 года (1.32, «умеренный риск»).

Прошлый год оказался крайне удачным для КАМАЗа: объем продаж по Группе вырос на

Структура выпуска грузовых автомобилей, 2004:



Источник: Данные компании

58% до 46.4 млрд. рублей, существенно превысив первоначальные прогнозы бизнес-плана. Причиной успеха во многом стал ажиотаж на рынке грузовиков во второй половине прошлого года: на фоне ожидавшегося с 01.01.2005 перехода на новый экологический стандарт двигателей «Евро-2» существенно вырос спрос на более дешевые модели, оснащенные двигателем «Евро-1». В итоге КАМАЗ увеличил выпуск грузовых автомобилей на 17% (в начале года компания предполагала более скромный рост производства на 8%). Кроме того, в прошлом году средняя цена на продукцию компании выросла на 24% вслед за ростом цен на комплектующие и основное сырье – металл.

В текущем году «перегретость» рынка грузовых авто сошла на нет: обязательный перевод всех заводов на новый стандарт двигателей был отложен как минимум на год. В результате, темпы роста продаж по полугодю оказались гораздо более умеренными: прирост выручки к уровню первого полугодия 2004 составил 11.7%. Консервативный прогноз эмитента по объему выручки Группы за весь 2005 год – 44.7 млрд. рублей.

Благоприятная рыночная конъюнктура 2004 года позволила КАМАЗу заметно улучшить показатели эффективности бизнеса, традиционно выступающие слабым местом компании ввиду высокой материалоемкости производства и жесткой конкуренции в отрасли. По итогам года норма прибыли по EBITDA увеличилась с 7.33% до 15.25%. В то же время, охлаждение рынка грузовиков в начале текущего года привело к локальному кризису перепроизводства: хотя впоследствии проблема была решена, это не могло не сказаться на рентабельности бизнеса. Кроме того, на норму прибыли негативно повлиял рост коммерческих затрат, связанный с реформой системы дистрибуции: КАМАЗ ввел централизацию доставки запчастей и автомобилей с использованием региональных складов, что вызвало перераспределение транспортных издержек от независимых дилеров в пользу ОАО «ТФК «КАМАЗ». В итоге, по первому полугодю 2005 г. показатели рентабельности вернулись к уровням 2003 года (7.16% по EBITDA). Консервативные прогнозы эмитента на 2005 год предполагают операционную прибыль на уровне 2.017 млрд. рублей и EBITDA в размере 2.98 млрд. рублей, что обеспечит рентабельность порядка 6.6%.

Оценка финансовых показателей по сводной отчетности Группы:

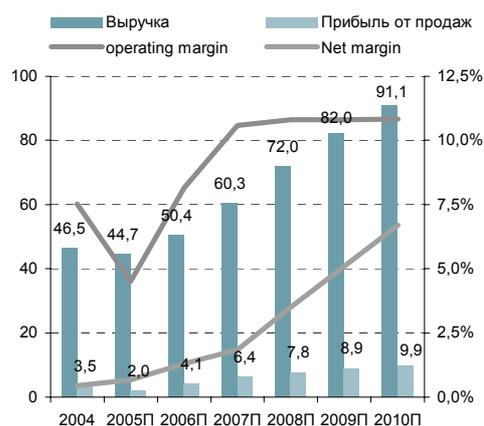
	2003		2004		2 кв. 2005	
	К	Оценка	К	Оценка	К	Оценка
*** Структура капитала ***						
Leverage ratio	0,32	2,9	0,39	2,4	0,36	2,6
Debt ratio	0,16	2,9	0,19	2,6	0,22	2,3
Current ratio	0,72	0,0	0,77	0,1	0,88	0,5
Cash ratio	0,02	0,0	0,02	0,0	0,02	0,0
*** Рентабельность ***						
Net Margin	0,32%	0,2	0,45%	0,2	0,85%	0,3
EBITDA Margin	7,33%	0,1	15,25%	1,7	7,16%	0,0
Operating Margin	4,49%	0,9	7,53%	1,3	4,88%	1,0
*** Адекватность денежных потоков ***						
Total debt/EBITDA	5,10	0,0	3,23	0,8	5,70	0,0
CFO/Total debt	0,02	0,0	0,06	0,0	0,06	0,0
EBIT Interest coverage	1,99	1,0	1,57	0,9	1,25	0,8
*** Динамика финансовых показателей ***						
Динамика выручки	0,19	2,9	0,32	3,0	0,32	3,0
Динамика прибыли	-0,07	0,5	0,38	3,0	0,38	3,0
Оценка надежности	0,95		1,32		1,14	

Источник: расчеты Банка ЗЕНИТ

В прогнозы на ближайшие 5 лет эмитент закладывает определенное повышение рентабельности с текущих уровней: по операционной прибыли показатель должен вырасти до 10.8% к 2008 году, по чистой – до 3.5%. Росту эффективности бизнеса будет способствовать увеличение загрузки производственных мощностей (сейчас коэффициент загрузки мощностей по производству грузовиков – порядка 40%), а также запланированная программа минимизации издержек. Кроме того, на показателях рентабельности, особенно по чистой прибыли, должна позитивно сказаться реализуемая стратегия по реорганизации бизнеса – реализация непрофильных активов и концентрация на ключевых направлениях. В рамках этой стратегии, в частности, в первом полугодии были проданы «Завод микролитражных автомобилей» (производство легковых автомобилей ОКА), ООО «КАМАЗстройиндустрия».

В условиях невысокой рентабельности растущие масштабы бизнеса и реализация инвестиционной программы обуславливают необходимость использования кредитного плеча: начиная с 2003 года доля финансового долга в активах выросла с 16% до 22% (на 1 полугодие 2005 года). В структуре долга порядка 22% приходится на долгосрочные займы перед Минфином, ЕБРР, МФК и японской Kanematsu Corporation, реструктуризированные до 2011-2012 гг. На долю краткосрочных кредитов и займов приходится около 70% задолженности: это в основном банковские кредиты, регулярные платежи по реструктуризован-

Выручка и прибыль Группы КАМАЗ, 2004 – 2010П, млрд. руб.:



Источник: Данные компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Структура долга Группы КАМАЗ, 01.07.2005, млрд. руб.:

Краткосрочный долг, в т.ч.:		10,22	69%
банковские кредиты	5,05	34%	
Займы	3,15	21%	
платежи по рестр. долгу	2,03	14%	
Долгосрочный долг, в т.ч.:		4,53	31%
рестр. долг	3,26	22%	
Банковские кредиты	1,28	9%	
Итого	14,76	100%	

Источник: данные компании

ному долгу, облигационный займ (с офертой в ноябре 2005) и векселя. При этом стоит отметить, что в общем объеме коротких банковских кредитов порядка 25% (1.3 млрд. рублей) привлечены под обеспечение лизинговых операций.

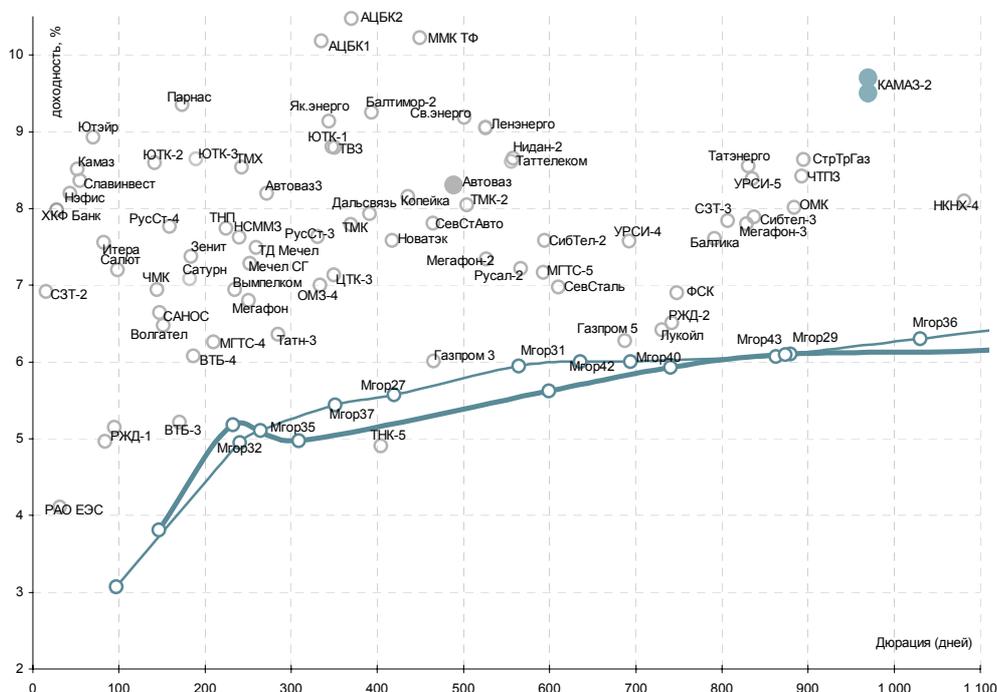
Следствием низкой рентабельности являются довольно низкие показатели покрытия долга, ставящие компанию в зависимость от наличия источников рефинансирования заемных средств. По итогам 1 кв. 2005 г. за счет годовой EBITDA покрывалось около 17.5% общей задолженности, за счет операционного денежного потока – лишь 6%. Коренным образом эта ситуация может измениться лишь в перспективе ближайших нескольких лет, если оправдаются ожидания роста прибыльности бизнеса и КАМАЗ будет придерживаться умеренной стратегии в области заемного финансирования. Последнему, в частности, может способствовать предполагаемая в следующем году продажа гос. пакета акций КАМАЗа, которая должна обеспечить компанию внутренним источником финансирования растущего бизнеса.

Позиционирование выпуска

На текущий момент на рынке обращаются облигации КАМАЗ-Финанс-1: доходность к оферте по бумаге колебалась в сентябре в пределах 6.63% - 8.79% годовых. В то же время, в силу своей низкой дюрации первый выпуск является не лучшей базой для сравнения, поэтому в качестве ориентира мы используем облигации другого крупного участника автомобильной отрасли, Автоваза. Доходность выпуска Автоваза-2 к оферте в феврале 2007 по состоянию на 20.09.2005 составляла 8.31% годовых, что дает премию к точке на московской кривой доходности порядка 260 б.п.

По сравнению с Автовазом, КАМАЗ проигрывает в масштабах бизнеса и финансовом состоянии: оценка финансов Автоваза по методике Банка ЗЕНИТ за 2004 год и 1 кв.2005 составила 1.68 и 1.33, группа умеренного риска. В то же время, отчасти это компенсируется более устойчивыми позициями КАМАЗа и меньшими конкурентными рисками в отрасли грузовых автомобилей. В целом, мы полагаем, что спрэд доходности КАМАЗа к Москве должен нести премию за разницу в кредитном качестве к аналогичному спрэду Автоваза-2 в размере 60 б.п. – 80 б.п. Новый выпуск КАМАЗа позиционируется с дюрацией порядка 970 дней. Взяв за основу доходность близкой по срочности Москвы-36 (6.31% на 20.09.2005) и прибавив к этому уровню спрэд Автоваза-2 к Москве (260 б.п.), а также премию за кредитный риск КАМАЗа (60 б.п. – 80 б.п.), мы получаем уровень справедливой доходности по облигациям КАМАЗ Финанс-2 в пределах 9.5% - 9.7% годовых.

Кривая доходности корпоративных выпусков, 20.09.2005:



Источник: ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ

Яков Яковлев
y.yakovlev@zenit.ru

Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
 тел. 7 095 937 07 37, факс 7 095 937 07 36
 WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента	Вадим Соломахин	vadim@zenit.ru
Управление продаж		sales@zenit.ru
Начальник управления Еврооблигации	Константин Поспелов	konstantin.pospelov@zenit.ru
Рублевые облигации	Владислав Григорьев	v.grigoriev@zenit.ru
Рублевые облигации	Алексей Третьяков	a.tretjakov@zenit.ru
Акции	Роман Попов	r.popov@zenit.ru
Брокерское обслуживание	Игорь Чемолосов	i.chemolosov@zenit.ru
Конверсионные операции	Тимур Мухаметшин	t.mukhametshin@zenit.ru
	Алексей Воробьев	a.vorobiev@zenit.ru
Аналитическое управление	Акции	research@zenit.ru
	Облигации	firesearch@zenit.ru
Рублевые облигации	Яков Яковлев	y.yakovlev@zenit.ru
Еврооблигации	Александр Доткин	a.dotkin@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Ольга Ефремова	o.efremova@zenit.ru
Акции	Евгений Суворов	e.suorov@zenit.ru
Акции	Мария Сулима	m.sulima@zenit.ru
Акции	Дмитрий Лукашов	d.lukashov@zenit.ru
Управление доверительного управления активами		
Начальник управления	Сергей Матюшин	s.matyushin@zenit.ru
Управление валютно-финансовых операций		gko@zenit.ru
Начальник управления	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Управление организации долгового финансирования		ibcm@zenit.ru
Начальник управления	Роман Пивков	roman.pivkov@zenit.ru
Управление корпоративного финансирования		
Начальник управления	Максим Васин	vasin@zenit.ru

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2004 Банк ЗЕНИТ.