

**28 января 2011**

## Рынок облигаций | ОАО «КАМАЗ» Первичное размещение выпуска КАМАЗ БО-03

	КАМАЗ БО-03
Кредитный рейтинг	-
Объем эмиссии:	2 млрд. руб.
Гос. рег. номер:	4B02-03-55010-D
Дата размещения:	08.02.2011
Дата погашения:	04.02.2014
Купон (прогноз на размещение)	9,0-9,5%
УТМ (Dur) (прогноз на размещение)	9,20%(2,69)-9,73%(2,67)
Мин. Допустимый купон (ДОФР ПКБ)	9,0%

ОАО «КАМАЗ» 8 февраля 2010 г. размещает выпуск биржевых облигаций объемом 2 млрд. руб. (заккрытие книги состоится 4 февраля). Мы предлагаем участвовать в размещении выпуска по нижней границе интервала организаторов, что в точности соответствует текущему рынку. Сужение спредов на данный момент выглядит маловероятным, однако может быть реализовано в случае принятия государственной программы утилизации грузовых автомобилей.

### Кредитный профиль

**Таблица 1. Финансовые показатели ОАО «КАМАЗ» по МСФО**

тыс. руб.	2006	2007	2008	2009IIQ	2009	2010IIQ
<b>Текущие активы</b>	25 400	30 101	41 903	40 105	34 151	35 160
<b>Активы</b>	61 514	68 333	78 321	75 155	70 518	70 647
<b>Долгосрочные об-ва</b>	8 200	9 103	7 324	7 399	13 942	12 587
<b>Краткосрочные об-ва</b>	20 810	24 748	37 518	36 117	25 773	27 661
<b>Обязательства, всего</b>	29 010	33 851	44 842	43 516	39 715	40 248
<b>Выручка</b>	71 012	97 229	96 348	25 427	60 894	31 859
<b>Операционная прибыль</b>	5 432	10 939	6 296	-1 360	-1 767	547
<b>Проценты к уплате</b>	1 547	903	4 097	1 841	2 644	1 108
<b>EBIT/Sales</b>	0.08	0.11	0.07	-0.05	-0.03	0.02
<b>Sales/Assets</b>	1.15	1.42	1.23	0.68	0.86	0.90
<b>Debt/Assets</b>	0.47	0.50	0.57	0.58	0.56	0.57
<b>CA/CL</b>	1.22	1.22	1.12	1.11	1.33	1.27
<b>Debt/Sales</b>	0.41	0.35	0.47	0.86	0.65	0.63
<b>Debt/EBIT</b>	5.34	3.09	7.12	-16.00	-22.48	36.79
<b>IntExp/EBIT</b>	0.28	0.08	0.65	-1.35	-1.50	2.03
<b>OIBDA</b>	7 591	13 006	8 565	-201	757	1 976
<b>OIBDA Margin</b>	10.7%	13.4%	8.9%	-0.8%	1.2%	6.2%
<b>Net Income</b>	4 140	7 868	1 065	-1 839	-2 579	-397
<b>NI Margin</b>	5.8%	8.1%	1.1%	-7.2%	-4.2%	-1.2%
<b>Fin. Debt</b>	11 820	12 750	22 407	21 043	22 805	20 709
<b>Fin. Debt/OIBDA</b>	1.56	0.98	2.62	-52.35	30.13	5.24

Источник: данные компании и собственные расчеты ДОФР ОАО Банк «Петрокоммерц»

Компания обладает сильным составом акционеров: Ростехнологии (49,9%), Daimler AG (11%), ЕБРР (4%). Еще 27,3% принадлежит неназванному институциональному инвестору (скорее всего, это остаток пакета «Тройки Диалог»). Оставшиеся акции находятся в свободном обращении. Структура акционеров вкупе со включением предприятия в список системообразующих обеспечивает компании возможность занимать по более низким ставкам, чем этого требует собственный кредитный профиль автопроизводителя.

Рынок грузовых автомобилей, в целом, восстанавливается гораздо медленнее рынка легкового автотранспорта. КАМАЗ как один из лидеров в секторе так же пока далек от предкризисных объемов выпуска и выручки. Объем выпуска грузовиков за 2010 г. составил 32 293 шт., при том что в 2007 году было выпущено чуть более 53 тыс. штук. Судя по принятой в конце 2010 г. стратегии развития компании, на уровне выпуска 2007 г. КАМАЗ планирует выйти к 2014 г. Кстати говоря, именно на 2014 год намечено обновление модельного ряда автопроизводителя: этот факт будет дополнительным стимулом для достижения докризисных уровней производства. В рамках подготовки новых серийных образцов, КАМАЗ совместно с Cummins реализует проект по созданию производства дизельных двигателей. Финансируется проект за счет кредита ВЭБа в 1,7 млрд. руб., полученный в конце 2010 г. Также КАМАЗ и Daimler AG на площадке в Набережных Челнах планируют создать СП по производству мостов, которые будут поставляться как непосредственно на КАМАЗ, так и на «Мерседес-Бенц Тракс Восток». В целом, в соответствии с новой стратегией ежегодный уровень CAPEX должен составлять 4-5% от выручки.

Собственный кредитный профиль компании остается достаточно рискованным, хотя мы и видим очевидные признаки его улучшения. В первую очередь, это связано с постепенным восстановлением операционной части: рост выручки, выход на операционную прибыль. Чистая прибыль по итогам 2010 г. – это, видимо, невозможное событие. Однако по итогам первого полугодия 2011 года компания, скорее всего, сможет получить чистую прибыль. В самом КАМАЗе рассчитывают увеличить выручку за 2011 год до 90 млрд. руб. и планируют маржу EBITDA на уровне 7,1%. При условии сохранения уровня долга на текущем уровне, это позволит снизить коэффициент FinDebt/EBITDA до 3X с текущих 5,2X. Однако мы считаем, что инвестиционные потребности автопроизводителя будут вынуждать аккуратно увеличивать программу заимствований. И более реальным уровнем на конец 2011 г. мы считаем 4-4,5X.

Отдельно мы хотели бы отметить дискуссию по поводу введения программы утилизации старых грузовых автомобилей аналогично программе, реализованной в сегменте легковых автомобилей. Весь прошлый год такая инициатива обсуждалась, однако, до конкретных решений на высоком уровне дело пока не дошло. В результате, КАМАЗ стал разрабатывать собственную программу утилизации, по которой рассчитывает продать порядка 3 тыс. машин. Если программа будет все-таки запущена на федеральном уровне, то это вне всяких сомнений окажет мощную поддержку продажам группы. Тем не менее, пока мы подчеркиваем спекулятивный характер этого фактора.

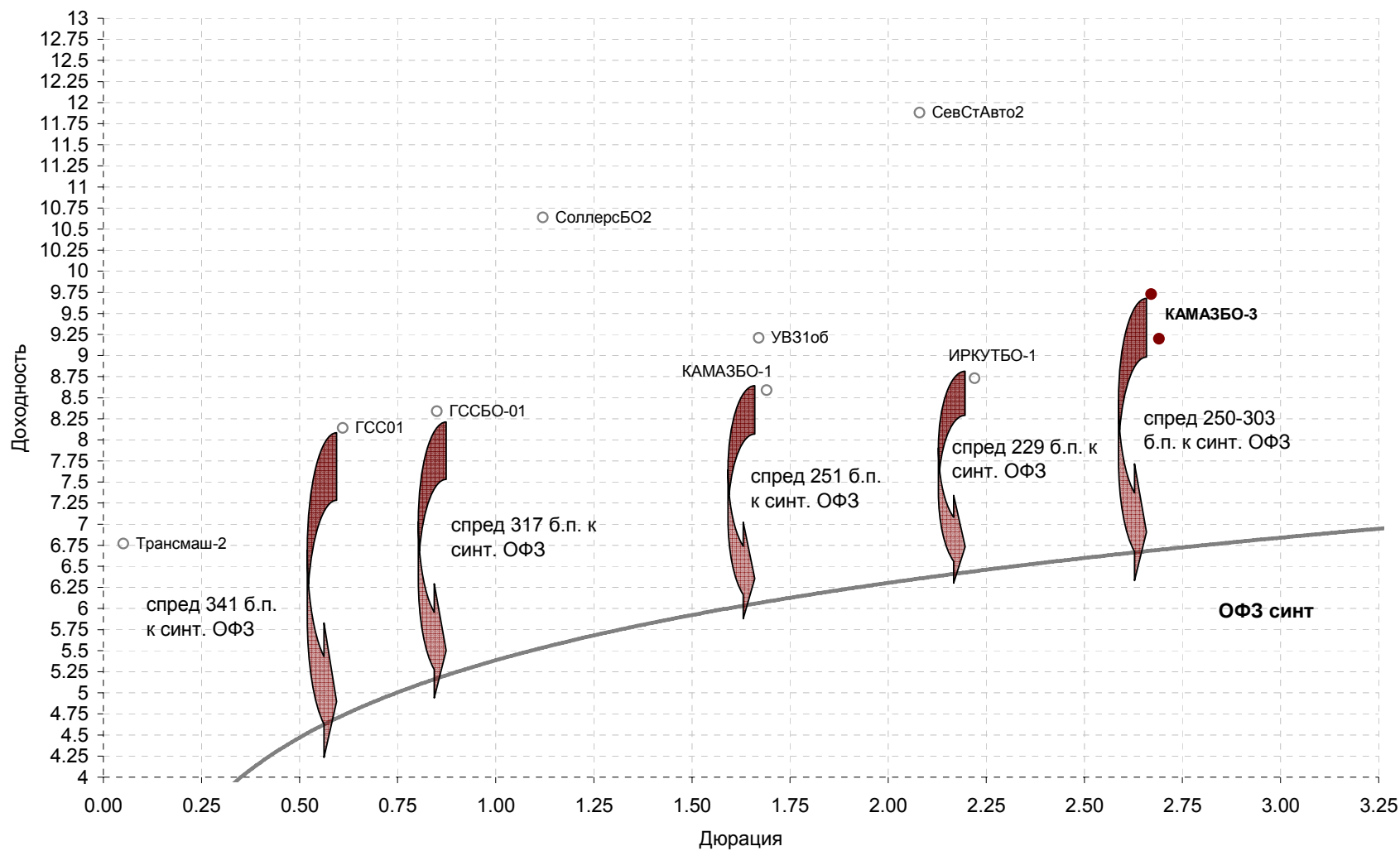
## Позиционирование выпуска

Организаторы предлагают ориентироваться на уровень полугодового купона 9-9,5% (YTM=9,20-9,73%). Нижняя граница фактически соответствует текущему рынку. Спред к сглаженной кривой ОФЗ по обращающемуся выпуску КАМАЗБО-1 составляет 251 б.п., в то время как ориентир организаторов предполагает спред 250-303 б.п. На наш взгляд, при сохранении текущей конъюнктуры долгового рынка и авторынка КАМАЗу будет сложно рассчитывать на какие-то более низкие уровни. Тем не менее, если на федеральном уровне будет принята упоминавшаяся выше программа утилизации, движение по сужению спреда может быть в конечном счете реализовано за счет более динамичного восстановления операционных показателей автозавода.

**На наш взгляд, новое предложение КАМАЗа на данный момент интересно с точки зрения диверсификации портфеля. Исходя из такой инвестиционной мотивации, мы рекомендуем участвовать в размещении по нижней границе организаторов.**

**Бизин Алексей**  
ведущий аналитик

## Позиционирование выпуска КАМАЗ БО-03



Источник: ММВБ и собственные расчеты ДОФР ОАО Банк «Петрокоммерц»

### Критерии для вынесения рекомендаций по акциям

Покупать – потенциал роста бумаги выше или равен 10% от текущей цены.

Держать – потенциал роста бумаги находится в диапазоне от –10% до 10% от текущей цены.

Продавать – потенциал роста бумаги ниже –10% от текущей цены.

### Критерии для вынесения рекомендаций по облигациям

Покупать – помимо получения купонного дохода вероятно сужение спреда (более 20 б.п.) за счет улучшения инвестиционного качества эмитента.

Держать – кредитное качество позволяет рассчитывать на исполнение обязательств, однако в ходе торгов на вторичном рынке возможно значительное изменение цены, не обладает существенным потенциалом сужения спреда.

Риск – выпуск низкого инвестиционного качества: вероятные трудности с исполнением обязательств.

### Методологическая информация

Вероятность финансовых затруднений (ВФЗ) – агрегированный показатель кредитного качества, оценивающий вероятность возможных проблем с обслуживанием текущего долга.

Показатель рассчитывается на основе финансовых коэффициентов:

EBIT/Sales	Debt/Sales
Sales/Assets	Debt/EBIT
Debt/Assets	Interest Expenses/EBIT
Current Assets/Current Liabilities	

Таблица соответствия значения ВФЗ литерному значению кредитного качества

A	A-	B	B-	C	C-	D	D-
0-15%	15-20%	20-30%	30-35%	35-40%	40-45%	45-50%	>50%

Справедливый спред по выпуску рублевых облигаций определяется на основе регрессионной модели Аналитического управления ОАО Банк «Петрокоммерц». В отдельных случаях, оговариваемых особо, оценка справедливого спреда производится по существующим аналогам эмитента.

## КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

---

Головная организация:  
127051, г. Москва, ул. Петровка, д. 24  
Телефон: +7(495) 411-6411  
Факс: +7(495) 623-3607  
Интернет: [www.pkb.ru](http://www.pkb.ru)  
E-mail: [welcome@pkb.ru](mailto:welcome@pkb.ru)

Аналитическое управление:  
191036, Санкт-Петербург, пр. Суворовский, д. 2 Б., лит. А  
Телефон: +7(812) 332-3751  
Факс: +7(812) 332-3751  
Интернет: [www.pkb.ru](http://www.pkb.ru)  
E-mail: [research@pkb.ru](mailto:research@pkb.ru)

### Аналитическое управление

Потребительский сектор / Химия  
Строительство  
Дорофеев Евгений, к.э.н, доцент  
[dorofeev.e.a@pkb.ru](mailto:dorofeev.e.a@pkb.ru)

Сырьевые рынки / Экономика  
Сурикова Наталья, MA in Economics  
[surikova.n.v@pkb.ru](mailto:surikova.n.v@pkb.ru)

Телекоммуникации / Медиа  
Машиностроение  
Бизин Алексей  
[bizin.a.v@pkb.ru](mailto:bizin.a.v@pkb.ru)

Денежный рынок / Валютный рынок  
Харлампиев Дмитрий, к.э.н  
[kharlampiev.d.n@pkb.ru](mailto:kharlampiev.d.n@pkb.ru)

*Настоящий материал был подготовлен специалистами ДОФР ОАО Банка «Петрокоммерц». При подготовке настоящего материала были использованы данные, которые мы считаем достоверными, однако не гарантируем их полноту и точность. Оценки, высказанные в материале, являются частным мнением ДОФР ОАО Банка «Петрокоммерц».*

*Данный материал носит исключительно информационный характер и не должен рассматриваться как предложение к совершению каких-либо сделок с какими-либо ценными бумагами или как руководство к другим действиям. ОАО Банк «Петрокоммерц» не несет ответственности за прямой или косвенный ущерб, наступивший вследствие использования данной публикации, а также за достоверность содержащейся в ней информации.*

*Информация, содержащаяся в материале действительна только на дату публикации, и ОАО Банк «Петрокоммерц» оставляет за собой право вносить или не вносить в данный материал изменения без предварительного уведомления.*

*ОАО Банк «Петрокоммерц» осуществляет свою деятельность в Российской Федерации. Данный материал может использоваться инвесторами на территории РФ при условии соблюдения российского законодательства. Использование публикации за пределами Российской Федерации должно подчиняться законодательству той страны, в которой оно осуществляется. ОАО Банк «Петрокоммерц» обращает внимание, что операции с ценными бумагами связаны с риском и требуют соответствующих знаний и опыта.*

*Распространение, копирование и изменение материалов ОАО Банк «Петрокоммерц» не допускается без получения предварительного письменного согласия ОАО Банк «Петрокоммерц». Дополнительная информация предоставляется на основании запроса.*

*© 2011 ОАО Банк «Петрокоммерц». Все права защищены.*