



## Аналитический обзор

Россия, Москва, 123610, Краснопресненская наб. 12, 7 под., 18 этаж

Тел: 7 (495) 258 1988

9 декабря 2010 г.

Факс: 7 (495) 258 1989

### Камаз vs УВЗ: отрасль одна – хозяева разные.

Аналитики: Иван Манаенко,

Анна Соболева

Эл. почта: IManaenko@veles-capital.ru

## Ключевые моменты

- ☑ На середину декабря намечено размещение двух займов компаний машиностроительного сектора: Камаза и Уралвагонзавода (УВЗ). Оба выпуска имеют во многом одинаковые параметры займа за исключением того, что Камаз размещает биржевые облигации, а УВЗ – классические.
- ☑ Единственным акционером УВЗ является государство, тогда как в Камазе его доля ниже контрольной (49,9%). В тоже время преимуществом Камаза является наличие иностранного стратегического инвестора в лице Daimler AG (15%).
- ☑ В отличие от УВЗ, основным покупателем продукции которого является РЖД, КАМАЗ имеет диверсифицированную по отраслям структуру сбыта продукции, благодаря чему его финансовая независимость ощутимо выше, а динамика выручки более прогнозируема.
- ☑ Риски неисполнения обязательств УВЗ практически минимальны благодаря регулярным вливаниям государства в капитал. В то же время это лишает компанию необходимости выстроения эффективного бизнеса, тогда как Камаз работает в конкурентной среде и вынужден контролировать качество и себестоимость своей продукции.
- ☑ Размеры инвестиционных программ обеих компаний весьма умеренны и вполне покрываются за счет операционного денежного потока. Поэтому на относительно небольшом горизонте времени, вероятно, УВЗ и Камаз смогут обойтись без существенного наращивания долговой нагрузки.
- ☑ Нижние ориентиры ставки купона по обоим займам с учетом премии за отсутствие международного кредитного рейтинга (по новым правилам единственного входного билета в ломбардный список) близки к своим справедливым значениям (+100 б.п.) относительно синтетической кривой доходности ГСС-Иркут.
- ☑ На наш взгляд, в случае УВЗ за участие в классическом размещении инвесторы вправе попросить премию порядка 30 б.п., тем более что до новогодних каникул остается совсем немного времени. Впрочем, организаторы уверяют, что как-то сумеют выпустить бумагу на «вторичку» еще в этом году.
- ☑ И все же при одинаковых параметрах обоих займов в плане сроков и доходности свое предпочтение мы отдаем Камазу, как более открытой и рыночной компании.
- ☑ В заключение отметим, что оба займа, по всей видимости, будут пользоваться повышенной популярностью у различных УК, для которых ликвидность займа вторична, тогда как имеющееся соотношение кредитное качество/доходность весьма привлекательно. Между тем, сравнительно небольшие объемы заимствования вполне могут привести переспросу, на что вполне могут рассчитывать также и спекулятивно настроенные игроки.

## Основные показатели

### Основные финансовые коэффициенты

	Камаз	УВЗ
<b>I Коэффициенты отношения притока ден.средств к задолженности:</b>		
Отношение выручки к суммарной задолженности (LTM)	1,67	1,26
Отношение выручки к финансовому долгу (LTM)	3,05	1,73
Финансовый долг/ЕБИТДА (LTM)	6,39	4,37
ЕБИТДА/Проценты к уплате	1,81	1,55
Отношение чистой прибыли к крат. зад-ти (LTM)	-0,09	0,06
<b>II Коэффициенты рентабельности:</b>		
Рентабельность активов по чистой прибыли (LTM)	-2%	1%
Рентабельность продаж	1%	10%
Рентабельность по чистой прибыли	-2%	2%
<b>III Коэффициенты структуры капитала:</b>		
Доля собственного капитала в балансе	0,42	0,44
Доля краткосрочной задолженности в балансе	0,39	0,34
Коэффициент обеспеченности оборотных средств СК	0,21	0,23
Доля внеоборотных средств в структуре баланса	0,50	0,55
<b>IV Коэффициенты ликвидности:</b>		
Коэффициент абсолютной ликвидности (срочности)	0,32	0,04
Коэффициент текущей ликвидности	1,28	1,33
Коэффициент покрытия обязательств оборотными ср-ми	0,88	0,81
<b>V Коэффициенты оборачиваемости(все группы):</b>		
Оборачиваемость активов	0,95	0,70
Оборачиваемость оборотных средств	1,90	1,51
<b>ИТОГОВЫЙ РЕЙТИНГ</b>	<b>3,38</b>	<b>3,27</b>

Уровень кредитного риска средний **средний**

### Параметры займа

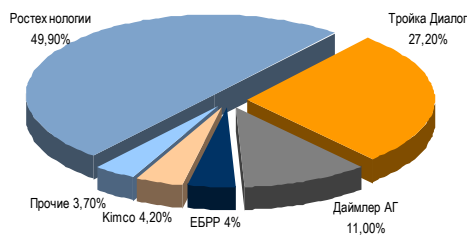
Камаз	
Тип займа	Биржевые
Серия	БО-1
Сумма займа	2 000 млн руб.
Способ размещения	Букбилдинг
Время закрытия книги	16.12.2010
Дата размещения	20.12.2010
Оферта	2 года
Срок обращения	3 года
Периодичность выплаты купона	2 раза в год
Ориентир ставки купона	9,5%-10%
УТР	9,73%-10,25%
Дюрация	1,77 лет
УралВагонЗавод	
Тип займа	Классические
Серия	1
Сумма займа	3 000 млн руб.
Способ размещения	Букбилдинг
Время закрытия книги	14.12.2010
Дата размещения	16.12.2010
Оферта	2 года
Срок обращения	7 лет
Периодичность выплаты купона	2 раза в год
Ориентир ставки купона	9,5%-10%
УТР	9,73%-10,25%
Дюрация	1,77 лет

Данные аналитические материалы ИК «Велес Капитал» могут быть использованы только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты приведенной в них информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов не по назначению. Данный документ не может рассматриваться как основание для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2010 г.

## Краткий кредитный профиль

**Структура акционерного капитала Камаза**



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

В середине декабря состоится размещение двух займов компаний машиностроительного сектора Камаза и УралВагонЗавода (УВЗ). Ориентир купона по обоим выпускам находится в диапазоне 9,5%-10%, что соответствует доходности к 2-х летней оферте в 9,73%-10,25% годовых. Основное отличие займов заключается в том, что Камаз выпускает биржевые облигации, а УВЗ – классические.

Главным акционером обоих эмитентов является государство в лице Ростехнологий. При этом если в капитале УВЗ его доля составляет 100%, то с Камазом все менее однозначно. Доля государства составляет 49,9%, вторым стратегическим акционером является Daimler AG с долей в 15% (11% напрямую и 4% через ЕБРР). Еще 27,2% акций владеют фонды Тройки Диалог. При этом для последней инвестиции в автомобильную отрасль, судя по всему, не являются стратегическим и при хорошем стечении обстоятельств она, скорее всего, либо вовсе выйдет, либо сократит свою долю участия в капитале Камаза. По данным СМИ, первоочередными кандидатами на покупку пакета выступают все те же Daimler AG и ЕБРР.

КАМАЗ имеет диверсифицированную по отраслям структуру сбыта продукции, благодаря чему его финансовая независимость ощутимо выше, а динамика выручки более прогнозируема. На долю госзаказов в выручке компании приходится 23% продаж, добывающие отрасли – 22%, коммерческие перевозки – 22%, строительство – 16%. УВЗ, напротив, напрямую зависит от госзаказов и состояния отрасли ж/д перевозок. В структуре продаж 56% приходится на подвижной состав, 42% - на военную технику. Причем 80% спецтехники поставляется на экспорт, что делает бизнес сложно прогнозируемым и непрозрачным.

Несмотря на это, риски неисполнения обязательств УВМ практически минимальны. Залогом его стабильности является регулярная подпитка капитала госсредствами. С начала 2009 г. УВЗ увеличил капитал в 1,8 раз за счет взносов со стороны России. Вместе с тем материнская поддержка лишает компанию необходимости бороться за эффективность бизнеса, тогда как Камаз работает в конкурентной среде и вынужден контролировать качество и себестоимость своей продукции.

Инвестиционные аппетиты обеих компаний умеренны, а финансирование осуществляется преимущественно за счет операционного денежного потока. В этом плане риски роста долговой нагрузки обеих компаний в период обращения займа выглядят невысоким. Объем вложений Камаза на период 2010-2013 гг. оценивается в 4-5% выручки и пересматривается с учетом прибыли компании. Средства направляются на модернизацию производства. Ежегодный объем капвложений УВЗ в ближайшей перспективе составит 1-2 млрд руб., инвестиции предполагается направить на расширение производства.

С точки зрения кредитного качества оба эмитента на текущий момент являются схожими. Исходя из нашей рейтинговой модели, уровень кредитного риска Камаза составляет 3,38, УВЗ – 3,27. Однако, на наш взгляд, бизнес Камаза более привлекателен для инвестирования по ряду причин:

- На наш взгляд, благодаря участию в капитале Daimler, Камаз, в случае необходимости, может получить неплохой международный кредитный рейтинг, а выпуск облигаций, в свою очередь, получит возможность быть включенным в ломбардный список.
- Камаз работает на конкурентном рынке, что требует постоянного контроля за рентабельностью бизнеса и качеством продукции.
- 40% совокупного долга покрывается денежными средствами на балансе компании. УВЗ такими средствами не владеет.
- УВЗ размещает классические облигации, что позволяет требовать от него премии доходности к аналогичному выпуску Камаза в размере 20-30 б.п.

## Позиционирование займов

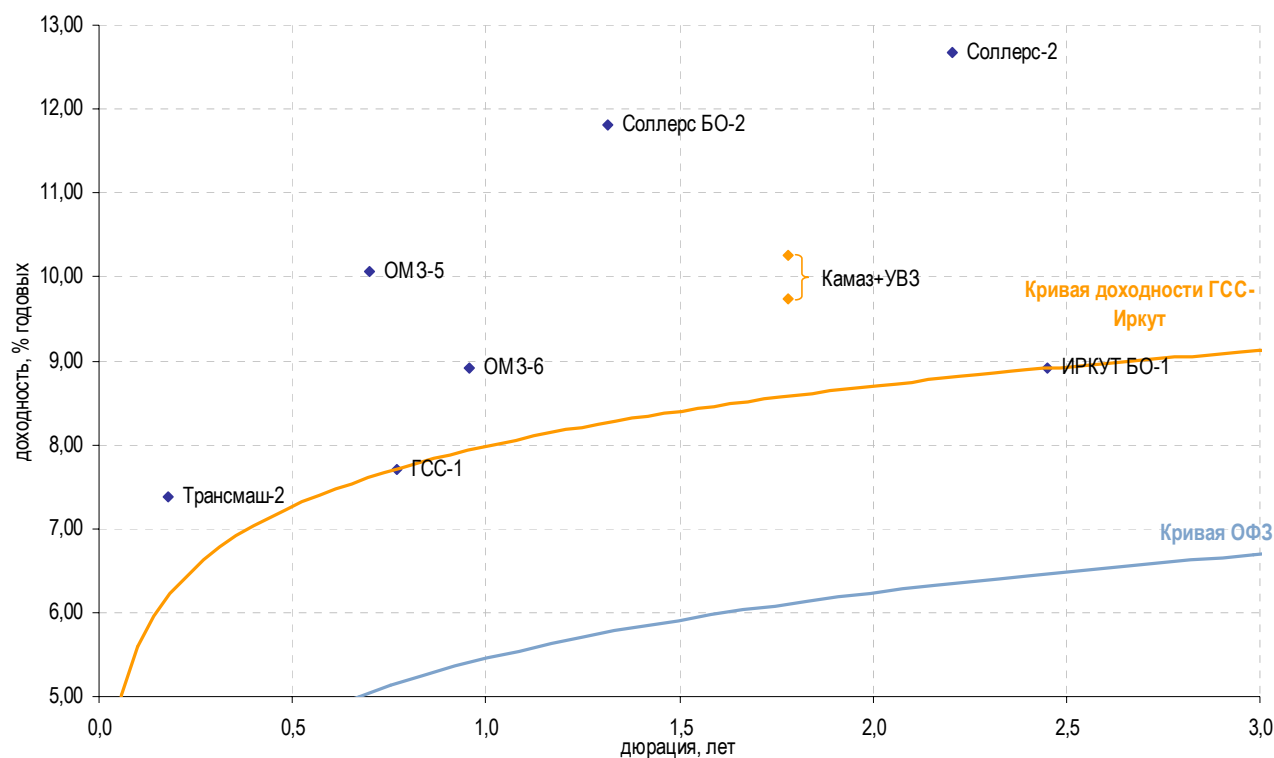
<b>Камаз</b>	
Тип займа	Биржевые
Серия	БО-1
Сумма займа	2 000 млн руб.
Способ размещения	Букбилдинг
Время закрытия книги	16.12.2010
Дата размещения	20.12.2010
Оферта	2 года
Срок обращения	3 года
Периодичность выплаты купона	2 раза в год
Ориентир ставки купона	9,5%-10%
УТР	9,73%-10,25%
Дюрация	1,77 лет

<b>УралВагонЗавод</b>	
Тип займа	Классические
Серия	1
Сумма займа	3 000 млн руб.
Способ размещения	Букбилдинг
Время закрытия книги	14.12.2010
Дата размещения	16.12.2010
Оферта	2 года
Срок обращения	7 лет
Периодичность выплаты купона	2 раза в год
Ориентир ставки купона	9,5%-10%
УТР	9,73%-10,25%
Дюрация	1,77 лет

Для рыночного позиционирования мы выбрали облигации двух других заемщиков с госучастием – ГСС-1 и Иркут БО-1. Оба выпуска торгуются со схожим спрэдом к ОФЗ (порядка 250 б.п.) и образуют общую кривую доходности. Эмитенты имеют международные кредитные рейтинги (BB и Ba2 соответственно), что позволяет их облигациям оставаться в ломбардном списке.

Несмотря на то, что по нашей оценке кредитные риски Камаза и Иркут сравнимы, однако отсутствие международных рейтингов, а значит, невозможность включения бумаг в ломбард, облигации Камаза должны предлагать премию к кривой доходности ГСС-Иркут в размере 100 б.п., что соответствует доходности в 9,58% годовых. Таким образом, предложенный диапазон размещения Камаза кажется нам справедливым. Более того, при размещении по нижней границе премия к справедливому уровню составит порядка 15 б.п. С учетом же теоретической заинтересованности акционеров Камаза в получении международного кредитного рейтинга или возможной поправки к нему со стороны ЦБ в плане включения в ломбард, его выпуск обладает скрытым потенциалом к росту минимум на 115 б.п. до кривой ГСС-Иркут.

Облигации УВЗ, соответственно, на наш взгляд, с учетом задержки в выходе на вторичный рынок и большей зависимости от государства, интересны при купоне не ниже 9,7%-9,8% годовых. На этом уровне выпуск будет предлагать премию к кривой ГСС-Иркут в диапазоне 140-150 б.п.



Источник: ММВБ; оценка: Велес Капитал

## Сравнение с конкурентами

МСФО, 1 пол. 2010 г.\* РСБУ, 9 мес. 2010 г.\* МСФО, 1 пол. 2010 г.\*

Млн руб.	Камаз	УВЗ	Иркут
<b>Внеоборотные активы</b>	<b>35 126</b>	<b>35 980</b>	<b>21 373</b>
Основные средства	28 828	19 328	9 940
Долгосрочные финансовые вложения	2 300	12 401	1 142
<b>Оборотные активы</b>	<b>35 521</b>	<b>31 576</b>	<b>35 990</b>
Запасы	15 338	15 919	11 918
Дебиторская задолженность	11 342	13 672	7 474
Денежные средства	8 633	529	16 184
Краткосрочные финансовые вложения	58	333	414
<b>Итого активы</b>	<b>70 647</b>	<b>67 555</b>	<b>57 364</b>
<b>Акционерный капитал и резервы</b>	<b>30 399</b>	<b>29 869</b>	<b>10 470</b>
Уставный капитал	35 361	39 653	3 140
Нераспределенная прибыль	(5 965)	(10 626)	4 061
	39%		
<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>12 587</b>	<b>14 556</b>	<b>15 389</b>
Долгосрочные кредиты и займы	9 801	14 553	14 707
<b>Краткосрочные обязательства</b>	<b>27 661</b>	<b>23 130</b>	<b>31 504</b>
Краткосрочные займы и кредиты	12 273	13 025	22 782
Кредиторская задолженность	13 748	9 604	8 510
<b>Итого пассивы</b>	<b>70 647</b>	<b>67 555</b>	<b>57 364</b>
<b>Млн руб.</b>	<b>Камаз</b>	<b>УВЗ</b>	<b>Иркут</b>
<b>Выручка</b>	<b>67 326</b>	<b>47 592</b>	<b>41 731</b>
Себестоимость	(59 234)	(34 749)	(28 863)
<b>Операционная прибыль (ЕВИТ)</b>	<b>660</b>	<b>4 816</b>	<b>1 691</b>
Амортизация	(2 794)	(1 495)	(1 341)
<b>ЕВИТДА</b>	<b>3 454</b>	<b>6 311</b>	<b>3 032</b>
<b>Норма ЕВИТ, %</b>	<b>0,98</b>	<b>10,12</b>	<b>4,05</b>
<b>Норма ЕВИТДА, %</b>	<b>5,13</b>	<b>13,26</b>	<b>7,27</b>
Чистые финансовые доходы	(1 099)	(3 863)	(2 327)
<b>Прибыль до налогообложения (ЕВТ)</b>	<b>(1 342)</b>	<b>805</b>	<b>(939)</b>
<b>Норма ЕВТ, %</b>	<b>-1,99</b>	<b>1,69</b>	<b>-2,25</b>
<b>Чистая прибыль</b>	<b>(1 137)</b>	<b>797</b>	<b>(616)</b>
<b>Норма чистой прибыли</b>	<b>-1,69</b>	<b>1,67</b>	<b>-1,48</b>

\* - накопленный итогом

**ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ**

	Норма	Камаз	УВЗ	Иркут
<b>I Коэффициенты отношения притока ден.средств к задолженности:</b>				
Отношение выручки к суммарной задолженности (LTM)	1,50	1,67	1,26	0,89
Отношение выручки к финансовому долгу (LTM)	1,00	3,05	1,73	1,11
Финансовый долг/ЕБИТДА (LTM)	2,00	6,39	4,37	12,36
ЕБИТДА/Проценты к уплате	1,00	1,81	1,55	1,12
Отношение чистой прибыли к крат. зад-ти (LTM)	0,10	-0,09	0,06	-0,03
<b>II Коэффициенты рентабельности:</b>				
Рентабельность активов по чистой прибыли (LTM)	0,04	-2%	1%	-1%
Рентабельность продаж	0,10	1%	10%	4%
Рентабельность по чистой прибыли	0,05	-2%	2%	-1%
<b>III Коэффициенты структуры капитала:</b>				
Доля собственного капитала в балансе	0,50	0,42	0,44	0,17
Доля краткосрочной задолженности в балансе	0,50	0,39	0,34	0,55
Коэффициент обеспеченности оборотных средств СК	0,10	0,21	0,23	0,12
Доля внеоборотных средств в структуре баланса		0,50	0,55	0,37
<b>IV Коэффициенты ликвидности:</b>				
Коэффициент абсолютной ликвидности (срочности)	0,25	0,32	0,04	0,53
Коэффициент текущей ликвидности	1,50	1,28	1,33	1,15
Коэффициент покрытия обязательств оборотными ср-ми	1,00	0,88	0,81	0,77
<b>V Коэффициенты оборачиваемости(все группы):</b>				
Оборачиваемость активов		0,95	0,70	0,73
Оборачиваемость оборотных средств		1,90	1,51	1,16

**РЕЙТИНГОВАЯ ОЦЕНКА КОЭФФИЦИЕНТОВ**

	Вес	Камаз	УВЗ	Иркут
<b>I Соотношение притока ден.средств и долга</b>				
Отношение выручки к финансовому долгу	0,20	1,20	1,69	2,70
Долг/ЕБИТДА	0,50	4,82	4,58	4,99
ЕБИТДА/проценты к уплате	0,20	1,63	1,88	2,68
Отношение чистой прибыли к краткосрочной задолженности	0,10	5,00	5,00	5,00
<b>II Рентабельность бизнеса</b>				
Рентабельность активов по прибыли от продаж	0,20	4,66	4,29	4,61
Рентабельность продаж	0,50	4,44	2,97	4,18
Рентабельность по чистой прибыли	0,30	4,65	4,21	4,63
<b>III Структура капитала</b>				
Доля собственного капитала в балансе	0,33	3,44	3,31	4,24
Доля краткосрочной задолженности в балансе	0,33	2,45	2,24	3,26
Коэффициент обеспеченности оборотных средств СК	0,33	1,44	1,36	2,38
<b>IV Ликвидность</b>				
Коэффициент абсолютной ликвидности (срочности)	0,33	2,33	4,40	1,45
Коэффициент текущей ликвидности	0,33	3,38	3,29	3,59
Коэффициент покрытия суммарного долга	0,33	3,32	3,49	3,58
<b>V Экспертная оценка (1-5):</b>				
Отношение рынка к эмитенту (выпуску)	0,33	4,00	4,00	3,00
Статус компании	0,33	2,00	2,00	2,00
Размер компании	0,33	2,00	3,00	3,00
<b>ИТОГОВЫЙ РЕЙТИНГ</b>		<b>3,38</b>	<b>3,27</b>	<b>3,63</b>
<b>Уровень кредитного риска</b>		<b>средний</b>	<b>средний</b>	<b>повышенный</b>
Международный кредитный рейтинг				<b>Ba2/—/—</b>

## Раскрытие информации

### Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика (ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанным в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный Аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика (ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2010 г.

**Управление по работе с долговыми обязательствами****bills@veles-capital.ru**

**Оксана Теличко**  
Начальник управления  
OSolonchenko@veles-capital.ru

**Евгений Шиленков**  
Зам. начальника управления  
EShilenkov@veles-capital.ru

**Оксана Степанова**  
Зам. начальника управления  
OStepanova@veles-capital.ru

**Михаил Мамонов**  
Начальник отдела по работе с  
векселями  
MMamonov@veles-capital.ru

**Ольга Боголюбова**  
Специалист  
OBogolubova@veles-capital.ru

**Юлия Шабалина**  
Специалист  
YShabalina@veles-capital.ru

**Олег Медведев**  
Начальник отдела по работе с  
облигациями  
OMedvedev@veles-capital.ru

**Александр Аникин**  
Главный специалист  
AAnikin@veles-capital.ru

**Управление анализа долговых рынков****bonds@veles-capital.ru**

**Иван Манаенко**  
Начальник управления,  
макрэкономист  
IManaenko@veles-capital.ru

**Анна Соболева**  
Долговые рынки  
ASoboleva@veles-capital.ru

**Юрий Кравченко**  
Банковский сектор  
YKravchenko@veles-capital.ru

**Иван Лубков**  
Программист  
ILubkov@veles-capital.ru

**Управление по анализу рынка акций****research@veles-capital.ru**

**Илья Федотов**  
Начальник управления,  
телекоммуникации  
IFedotov@veles-capital.ru

**Айрат Халиков**  
Металлургия  
AKhalikov@veles-capital.ru

**Алексей Мартьянов**  
Электроэнергетика  
AMartyanov@veles-capital.ru

**Доверительное управление****am@veles-capital.ru**

**Бейшен Исаев**  
Начальник Управления  
BIsaev@veles-capital.ru

**Станислав Бродский**  
Инвестиционные продукты  
SBrodsky@veles-capital.ru

**Вадим Лабед**  
Работа с инвесторами  
VLabed@veles-capital.ru

Россия, Москва, 123610, Краснопресненская наб., д. 12,  
7 подъезд, 18 этаж  
Телефон: 7 (495) 258 1988  
Факс: 7 (495) 258 1989  
www.veles-capital.ru

Украина, Киев, 04070, ул. Набережно-Крещатицкая,  
д. 37/55  
Телефон: 38 (044) 459 0250  
Факс: 38 (044) 459 0251