

Монитор первичных размещений от 2 февраля 2011 г.



Завершенные и текущие первичные сделки на рублевом
долговом рынке

Выпуск	Объем, млрд руб. @ срок, лет	Дата ²
Промсвязьбанк БО-03	5,0 @ 3	4 фев (ЗК)
Альфа-Банк 01	5,0 @ 3	4 фев (ЗК)
КАМАЗ БО-02	3,0 @ 3	4 фев (ЗК)
Газпром нефть 08	10,0 @ 5	4 фев (ЗК)
Газпром нефть 09	10,0 @ 5	4 фев (ЗК)
Газпром нефть 10	10,0 @ 7	4 фев (ЗК)
НК Альянс БО-02	5,0 @ 3	8 фев (ЗК)
ЛОКО-Банк БО-01	2,5 @ 1	8 фев (ЗК)
ЕАБР 04	5,0 @ 3	11 фев (ЗК)
Кредит Европа Банк 06	4,0 @ 1,5	11 фев (ЗК)

¹ до погашения или ближайшей оферты

² дата закрытия книги или аукциона по ставке 1-го купона

(А) — аукцион по определению ставки купона

(ЗК) — закрытие книги

Завершенные и текущие первичные сделки
на еврооблигационном рынке

Выпуск	Объем, млн долл.	Купон
Belarus 2018	800	8,95%
ТМК 2018	500	7,75%
VimpelCom 2016	500	6,49%
VimpelCom 2021	1 000	7,75%
NOVATEK 2016	600	5,33%
NOVATEK 2021	650	6,60%

В ВЫПУСКЕ

- ▶ ЛОКО-Банк — в чем риск?
- ▶ КАМАЗ: «под крылом» государства

ЛОКО-Банк БО-01 — инвестиционный вывод

ЛОКО-Банк импонирует нам устойчивыми позициями в сегменте кредитования предприятий малого и среднего бизнеса и весьма сильными финансовыми показателями. Основные риски для организации на горизонте одного года мы видим в ее структуре фондирования, которая отличается высокой степенью концентрации и доминированием краткосрочных статей.

Позиционирование выпуска биржевых облигаций ЛОКО-Банка, по нашему мнению, наиболее справедливо вести относительно бумаг Татфондбанка (-/B2/-) и КБ Восточный (-/B2/-) — организаций с более-менее сопоставимыми размерами бизнеса и аналогичным ЛОКО-Банку рейтингом от агентства Moody's. В частности, для сравнения подходят выпуски Татфондбанк БО-01 (УТР 8,91% @ июнь 2012 г.) и КБ Восточный БО-05 (УТР 9,32% @ апрель 2012 г.).

В случае с ТФБ присутствует такой очевидный фактор усиления кредитного качества, как поддержка со стороны Республики Татарстан; КБ Восточный выгодно отличается наиболее сильным из трех банков самостоятельным генерированием доходов в основной деятельности (даже несмотря на более высокую долю NPL — в силу более агрессивного развития и розничной специфики бизнеса).

Как следствие, справедливая доходность чуть более короткой бумаги ЛОКО-Банк БО-01 на горизонте года вряд ли выйдет для нас справедливой на уровнях ниже 9,10–9,25%, то есть по верхней границе диапазона организаторов.

КАМАЗ БО-02 — инвестиционный вывод

Посткризисная кредитная история КАМАЗа во многом является отражением государственной политики, которая помогла автомобильной промышленности пережить тяжелые времена. На наш взгляд, финансовые результаты компании в ближайшей перспективе будут по-прежнему зависеть от поддержки со стороны государства, хотя эта зависимость, очевидно, снижается по мере восстановления спроса со стороны ключевых потребляющих отраслей.

Верхняя граница ориентира по новому выпуску КАМАЗа (9,7% @ февраль 2013 г.) предлагает адекватную премию к размещенному в ноябре 2010 г. КАМАЗ БО-01 за разницу в дюреции 1 год. Однако на фоне других выпусков второго эшелона с близкой дюрецией доходность выглядит не так привлекательно: премия к выпускам Сибметинвест 01 и 02 составляет лишь около 20 б. п., что, по нашей оценке, является недостаточной компенсацией за более слабый кредитный профиль КАМАЗа.

КОММЕНТАРИИ К РАЗМЕЩЕНИЮ

ЛОКО-Банк 50-01

Эмитент	ЗАО ЛОКО-Банк
Рейтинги, S&P/Moody's/Fitch	–/B2/B+
Объем, млрд руб.	2,5
Оферта	1 год
Срок обращения	3 года
Ориентир купона	8,50–9,00%
Ориентир доходности	8,68–9,20%
Закрытие книги	8 февраля

ЛОКО-Банк (–/B2/B+) – в чем риск?

До следующего вторника, 8 февраля, ЛОКО-Банк собирает заявки инвесторов на приобретение биржевых облигаций серии 01 объемом 2,5 млрд руб. Бумаги имеют 3-летний срок обращения, а ориентировочный диапазон ставки купона на первые два полугодовых периода составляет 8,50–9,00% годовых (транслируется в доходность УТР 8,68–9,20% к оферте через 1 год).

На сегодняшний день в обращении находится один выпуск рублевых облигаций ЛОКО-Банка серии 05 объемом также 2,5 млрд руб., размещенных в июле прошлого года (тогда ставка купона на первые 2 полугодовых периода была установлена на уровне 9,25% годовых). Добавим, что в течение 2009–2010 гг. банк погасил два небольших выпуска еврооблигаций.

Краткий обзор

ЛОКО-Банк – входящий в ТОП-100 по величине активов представитель российского банковского сектора. По состоянию на 1 января 2011 года, совокупные активы организации по РСБУ составляли 51,9 млрд руб., при этом сеть банка на начало года насчитывала лишь 50 филиалов и отделений в 19 крупнейших городах страны. Ключевыми акционерами ЛОКО-Банка являются представители его топ-менеджмента; блокирующий пакет также совместно контролируют шведский фонд East Capital (11%) и международная корпорация IFC (15%). ЛОКО-Банк имеет кредитные рейтинги от двух международных агентств: «B2», прогноз «стабильный» от Moody's и «B+», прогноз «стабильный» от Fitch.

Мы считаем важным обратить внимание инвесторов на следующие аспекты кредитного профиля банка:

- **Фокус на сегмент малого и среднего бизнеса (МСБ).** По данным РБК, по объемам кредитов, выданных предприятиям малого и среднего бизнеса за первые 6 месяцев 2010 г., ЛОКО-Банк занял 8-е место среди российских банков. По описаниям самого банка, его ключевыми клиентами являются предприятия с годовой выручкой в диапазоне 0,3–7,5 млрд руб. и численностью персонала от 100 до 500 человек. Насколько позволяет судить МСФО-отчетность (аудитор – KPMG), сферами с наибольшей концентрацией кредитных рисков ЛОКО-Банка являются сектора строительства и торговли. На середину 2010 года доля заемщиков из отраслей, связанных со сферой строительства (по внутренней классификации, сегменты «строительства», «сдачи недвижимости в аренду», «производства строительных и отделочных материалов», «торговли строительными и отдельными материалами») в корпоративном портфеле банка, по нашим подсчетам, составила 31,5%, со сферой торговли (объединяет все прочие виды торговли, кроме строительных и отделочных материалов) – 41,2%.

Разбивка кредитного портфеля ЛОКО-Банка, 30 июня 2010 г., МСФО



Источник: данные банка, расчеты Газпромбанка

Банка к обеспечению кредитов (более 90% портфеля обеспечены залогом или поручительством), а также особым вниманием, которое уделяется относительно более крупным заемщикам (см. диаграмму). Дополнительным фактором стабильности выступает умеренная по российским меркам концентрация рисков на отдельных компаниях (на 30 сентября 2010 года на долю 10 крупнейших заемщиков приходилось 21,0% портфеля).

Стоит однако обратить внимание на тот факт, что рассчитываемый в соответствии с РСБУ норматив Н6 – соотношение величины кредитных рисков на одного заемщика/группу связанных заемщиков с капиталом – у ЛОКО-Банка рос на протяжении 2010 года и к 1 октября достиг отметки в 22,3% (при максимально разрешенных ЦБ 25,0%).

В кризис качество обслуживания кредитов заемщиками из сегмента МСБ ухудшилось в рамках общерыночных тенденций: по нашим подсчетам, в портфелях кредитов МСБ таких крупных банков, как Банк Москвы, Альфа-Банк и Промсвязьбанк доля NPL уже к концу 2009 года превысила отметку в 10%. На этом фоне резко контрастно выглядят результаты ЛОКО-Банка: 2,4% для NPL с просрочкой платежей свыше 90 дней на конец 2009 года и 2,9% – на 30 июня 2010 г., особенно если принять во внимание уже упомянутую высокую концентрацию кредитных рисков в отдельных отраслях. По информации организаторов размещения, доля ссуд, реструктурированных банком, на конец 2009 года составила 5,9% портфеля (на конец 3-го квартала 2010 года – 2,3%).

Как мы понимаем, данный феномен отчасти объясняется высокими требованиями ЛОКО-



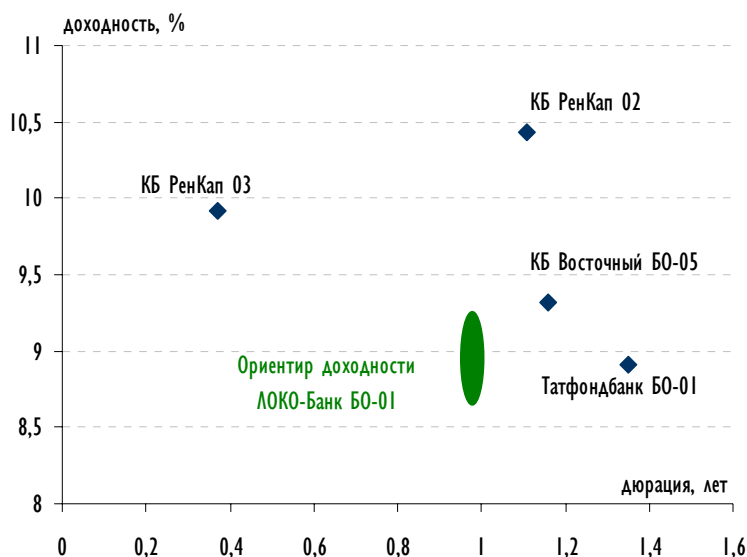
- Хорошие финансовые показатели.** Структура доходов ЛОКО-Банка выглядит весьма сильно – наибольший вклад приходится на чистые процентные и комиссионные доходы. Следует обратить внимание на особенность учетной политики банка по международным стандартам, в силу которой купонные доходы по долговым инструментам отражаются по статье «результат от операций с финансовыми инструментами», а не «процентные доходы»; для аналитических целей (в частности, для сопоставимости показателей ЛОКО-Банка с другими организациями) мы проводили соответствующие корректировки. Чистая процентная маржа на протяжении отчетных периодов ужималась в рамках общерыночных тенденций: по нашим подсчетам, 5,8% за 1П10 против 6,1% по итогам 2009 г. или 8,0% по итогам 2008 г. При этом относительно небольшой показатель стоимости риска – 5,5% в 2009 году и 2,2% за 1П10 – во многом обуславливает стабильно положительный итоговый финансовый результат деятельности банка.

К сильным сторонам банка, помимо уже упоминавшейся низкой доли NPL, можно отнести и низкую долю операций со связанными сторонами (если основываться на МСФО-отчетности), а также постепенное наращивание в последние годы депозитной базы: к концу 1П10 соотношение чистого кредитного портфеля организации и депозитов опустилось до 121,7% (против, к примеру, 200,6% на конец 2007 года).

Достаточность капитала ЛОКО-Банка, рассчитанная по Базельским нормативам, находится на адекватном уровне: 17,6% для совокупного показателя на середину 2010 года. По российским стандартам ситуация выглядит более слабо – норматив Н1 на начало 2011 года составил лишь 11,8% (против минимально разрешенных регулятором 10,0%). Добавим, что по информации организаторов размещения, ЛОКО-Банк имеет планы по увеличению капитала как первого, так и второго уровня в течение 2011 г. (более детальная информация отсутствует, в частности, пока не ясно, за счет кого из акционеров будет проведено вливание).

- Основной риск – структура фондирования,** в котором подавляющую долю составляют краткосрочные обязательства (по данным презентационных материалов, 80,7% на 30 сентября 2010 г.), в частности, текущие счета клиентов. На этом фоне даже накопленный организацией запас ликвидности – по нашим подсчетам, 9,7 млрд руб. в форме кассовой наличности, средств в банках и вложений в облигации на середину 2010 года по МСФО (24,4% совокупных активов) – выглядит далеко не излишним. Концентрация крупных депозитных рисков у банка также высока – на долю 20 крупнейших вкладчиков приходится 44,6% общей величины средств клиентов (по состоянию на 1 октября 2010 г.).
- Позиционирование выпуска** биржевых облигаций ЛОКО-Банка, по нашему мнению, наиболее справедливо вести относительно бумаг Татфондбанка (-/B2/-) и КБ Восточный (-/B2/-) – организаций с более-менее сопоставимыми размерами бизнеса и аналогичным ЛОКО-Банку рейтингом от агентства Moody's. В частности, для сравнения подходят выпуски Татфондбанк БО-01 (УТР 8,91% @ июнь 2012 г.) и КБ Восточный БО-05 (УТР 9,32% @ апрель 2012 г.). В случае с ТФБ присутствует такой очевидный фактор усиления кредитного качества, как поддержка со стороны Республики Татарстан; КБ Восточный импонирует нам наиболее сильным из трех банков самостоятельным генерированием доходов в основной деятельности (даже несмотря на более высокую долю NPL – в силу более агрессивного развития и розничной специфики бизнеса). Как следствие, справедливая доходность чуть более короткой бумаги ЛОКО-Банк БО-01 на горизонте года вряд ли выйдет за нас справедливой на уровнях ниже 9,10–9,25%, т. е. по верхней границе обозначенного организаторами диапазона.

Позиционирование выпуска ЛОКО-Банк БО-01*



* Доходность всех обращающихся бумаг указана по последней сделке по состоянию на 1 февраля 2011 г.

Источник: ММВБ, расчеты Газпромбанка

Основные финансовые показатели ЛОКО-Банка по МСФО*, млн руб.

	2007	2008	2009	ИП 10
Чистые процентные доходы*	1 235,9	2 240,0	1 895,5	1 014,1
Чистые комиссионные доходы	207,1	262,5	269,1	195,5
Прибыль (убыток) от операций с ценными бумагами*	(3,5)	(610,1)	710,3	136,9
Доходы от операций с валютой	43,3	154,4	327,8	121,8
Операционные доходы	1 520,0	2 401,4	3 293,0	1 506,9
Операционные расходы	(924,4)	(1 290,2)	(1 246,8)	(697,7)
Резервы под обесценение кредитов	(138,4)	(639,1)	(1 196,2)	(257,0)
Чистая прибыль	337,9	400,4	625,8	412,8
Денежные средства (наличность + остаток на текущем счете в ЦБ)	1 382,2	2 792,3	1 688,4	2 187,0
Средства в банках (включая депозиты в ЦБ)	2 431,9	4 277,4	4 727,8	1 886,4
Ценные бумаги	3 182,5	3 509,0	5 450,4	7 274,0
Дебиторская задолженность по обратному РЕПО	100,8	0,0	921,4	2 860,9
Чистые кредиты клиентам	20 339,0	21 337,7	19 730,8	24 733,7
Основные средства	185,2	476,7	341,7	385,4
Средства ЦБ	0,0	0,0	1 437,6	0,0
Средства других банков	6 219,6	8 021,3	6 064,2	7 781,0
Кредиторская задолженность по РЕПО	0,0	0,0	85,0	618,1
Средства клиентов	10 136,6	12 377,2	15 059,5	20 327,7
Собственные ценные бумаги	7 419,2	6 989,6	4 575,3	4 514,6
Субординированный долг	489,2	586,6	603,9	623,4
Собственный капитал	3 413,6	4 654,5	5 194,6	5 627,5
Всего активов	28 006,6	32 873,6	33 216,8	39 786,2
Ключевые коэффициенты				
Рентабельность капитала (ROAE)	11,5%	9,9%	12,7%	15,3%
Рентабельность активов (ROAA)	1,5%	1,3%	1,9%	2,3%
Чистая процентная маржа (NIM)*	6,0%	8,0%	6,1%	5,8%
Чистый процентный спред (NIS)*	5,4%	7,4%	5,2%	4,9%
Стоимость риска	0,8%	3,0%	5,5%	2,2%
Расходы/Доходы (C/I)	60,8%	53,7%	37,9%	46,3%
Чистые кредиты/Депозиты	200,6%	172,4%	131,0%	121,7%
NPL/Кредиты	0,6%	1,5%	2,4%	2,9%
Резервы/Кредиты	1,4%	4,1%	7,5%	6,2%
Достаточность капитала I-го уровня (Tier I), %	14,4%	17,2%	17,8%	15,7%
Совокупная достаточность капитала (TCAR), %	16,4%	20,4%	20,2%	17,6%
Денежные средства/Активы, %	4,9%	8,5%	5,1%	5,5%

* процентные доходы от вложений в долговые инструменты перенесены из доходов от операций с ценными бумагами в процентные доходы; для определения их абсолютной величины использовались данные РСБУ
Источник: данные банка, расчеты Газпромбанка

Юрий Тулинов

Yury.Tulinov@gazprombank.ru

+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 17)

**КАМАЗ БО-02**

Эмитент	ОАО «КАМАЗ»
Рейтинг, S&P/Moody's/Fitch	— / — / —
Объем, млрд руб.	3,0
Срок обращения	3 года
Ориентир купона	9–9,5%
Ориентир доходности	9,2–9,73%

КАМАЗ: «под крылом» государства

4 февраля КАМАЗ закрывает книгу по размещению трехлетнего выпуска биржевых облигаций БО-02 на 3 млрд рублей. Последний раз компания выходила на рынок сравнительно недавно: в ноябре прошлого года был размещен выпуск БО-01 с более короткой дюрацией (оферта через 2 года) и ставкой купона 9,0% годовых.

Посткризисная кредитная история КАМАЗа во многом является отражением государственной политики, которая помогла автомобильной промышленности пережить тяжелые времена. Стимулирующие меры позволили сократить товарные запасы в 2009 году и выйти на положительную EBITDA, однако продажи пока остаются заметно ниже докризисных уровней. На наш взгляд,

финансовые результаты компании в ближайшей перспективе будут по-прежнему зависеть от поддержки со стороны государства, хотя эта зависимость, очевидно, снижается по мере восстановления спроса со стороны ключевых потребляющих отраслей и роста рынка грузовых автомобилей в России. Из ключевых рисков мы отмечаем довольно существенную долговую нагрузку КАМАЗа, в которой пока преобладает краткосрочная составляющая, а также возможное давление на рентабельность со стороны растущих расходов на сырье (металл).

Вкратце о компании. КАМАЗ – крупнейший игрок на российском рынке грузовых автомобилей полной массой более 14 т: по данным компании, ее доля в этом сегменте по итогам 9М10 превышала 50%. КАМАЗ является лидером практически по всем типам большегрузных автомобилей, за исключением класса магистральных тягачей, где у него лишь 5% рынка. Автомобили этого класса используются для перевозки грузов из Европы, где действуют более жесткие, чем в России, экологические стандарты.

Помимо основной сборочной площадки (ОАО «КАМАЗ», эмитент по облигациям), Группа КАМАЗ включает производства литья, комплектующих, различных видов спецтехники и автобусов. Кроме того, КАМАЗ участвует в нескольких совместных предприятиях с крупными иностранными производителями, созданных для организации на территории РФ современного производства различных деталей. В частности, создано СП с американской компанией Cummins по выпуску двигателей стандарта ЕВРО-3 и ЕВРО-4. В России на настоящий момент действует стандарт ЕВРО-3, и переход на ЕВРО-4 предположительно должен состояться в 2012 году. К этому моменту мощности СП должны полностью обеспечить потребности КАМАЗа в новых двигателях. Стоит также отметить совместный проект с Daimler по сборке грузовиков Mercedes на заводе в Набережных Челнах (запущен осенью 2010 года).

Акционеры. По состоянию на 1 ноября 2010 г. 49,9% капитала ОАО «КАМАЗ» принадлежало Ростехнологиям, 27,2% – консорциуму инвесторов под управлением Тройки Диалог. Кроме того, крупными акционерами компании являлись немецкий концерн Daimler (11%) и ЕБРР (4%). Недавно СМИ сообщали о том, что Daimler может увеличить свою долю, выкупив часть пакета Тройки Диалог (10%).

Стимулирующая политика государства в кризисный период. Российский рынок грузовых автомобилей понес серьезные потери в 2009 году: на фоне внушительного падения спроса, особенно со стороны строительной отрасли, продажи грузовиков массой более 14 т упали более чем втрое, со 126 тыс. шт. до 39 тыс. шт. При этом объемы реализации тяжелых грузовиков КАМАЗа сократились гораздо менее существенно – на 39%. Сгладить удар кризиса помогли своевременные меры по поддержке автомобильной отрасли, принятые правительством РФ в конце 2008 года, в частности, заметное повышение ввозных пошлин на новые и поддержанные (старше 5 лет) автомобили. Ограничение импорта привело к резкому сокращению доли иномарок на рынке тяжелых грузовиков, в основном в пользу КАМАЗа (рост с 28% в 2008 году до 55% в 2009 году). Вторым важным фактором стал существенный рост госзаказа в структуре продаж компании: с 10% в 2008 году до 32% в 2009 году. Государственные закупки смогли отчасти заместить резко сократившийся спрос со стороны строительной индустрии, на которую до кризиса приходилось более трети продаж.

Обратная сторона медали: зависимость от длительности действия антикризисных мер. В целом стимулирующая политика государства позволила российским заводам (и КАМАЗу в частности) избежать длительной остановки производства. В то же время, несмотря на восстановление спроса со стороны некоторых потребляющих отраслей (добыча полезных ископаемых, коммерческие перевозки), компания по-прежнему зависит от поддержки государства, что несет в себе определенные риски. В частности, повышенные импортные пошлины изначально рассматривались как временная мера поддержки, но в октябре 2009 года они были продлены, а с 1 января 2010 года фактически стали постоянными в результате вступления в силу единого тарифа Таможенного союза России, Беларуси и Казахстана. В то же время не исключено, что от введенных ограничений придется отказаться после вступления России в ВТО (которое, возможно, состоится уже в 2011 году). Стоит отметить, что для сглаживания возможных негативных последствий отмена пошлин может быть постепенной; при этом они могут быть заменены какими-либо нетарифными методами защиты. Об этом, в частности, заявлял премьер-министр РФ Владимир Путин в конце прошлого года.

Дополнительные стимулы – программа утилизации грузовых автомобилей. Объем поддержки, предоставленной государством российской отрасли грузовых автомобилей, потенциально может вырасти за счет запуска программы утилизации. Аналогичные меры в отношении легковых машин сыграли весомую роль



в восстановлении продаж российских автозаводов, однако введение программы для грузовых машин и автобусов все время откладывалось. На наш взгляд, это может объясняться большим количеством классов автомобилей в этом сегменте (разной грузоподъемности, назначения) и сложностями с определением списка моделей, на которые распространяется программа. В отсутствие определенности насчет запуска государственной программы КАМАЗ в прошлом году объявил о начале собственного проекта: в 2011 году компания планирует продать около 3 тыс. машин со скидкой 8–10% в обмен на сданные на утилизацию.

Высвобождение средств из оборотного капитала вернуло свободный денежный поток в положительную зону... На фоне стимулирующей государственной политики в течение 2009 года КАМАЗу удалось заметно сократить товарные запасы, фактически вернув их к докризисным уровням. Как следствие, компании удалось высвободить заметные средства из оборотного капитала в 2009 году, и даже показать небольшой положительный свободный денежный поток до финансирования на фоне сравнительно скромных инвестиционных затрат (порядка 3,9 млрд руб., или 6% выручки) и расходов на приобретение долей в создаваемых СП (390 млн руб.). В 1П10 свободный денежный поток до финансирования также был положительным (около 400 млн руб.), хотя по итогам года, на наш взгляд, показатель может вновь уйти в отрицательную зону, учитывая более существенные расходы на инвестиции в 2П10 (около 70% от годового ориентира, исходя из прогнозов, приведенных в презентации к размещению биржевых облигаций серии 01).

...но политика управления ликвидностью могла бы в большей степени ориентироваться на сокращение долга. Мы обращаем внимание на рост денежных средств и эквивалентов КАМАЗа с 6,7 млрд руб. на 31 декабря 2008 года (что покрывало 18% всех краткосрочных обязательств) до 8,6 млрд руб. на 30 июня 2010 года (31% краткосрочных обязательств). Хотя существенный объем денежных средств на балансе традиционно расценивается как позитивный фактор с точки зрения кредитного профиля, на наш взгляд, учитывая сформированный (и растущий) запас ликвидности, финансовая политика компании могла бы быть в большей степени ориентирована на сокращение долговой нагрузки. С 2009 года по 1П10 общий долг (с учетом лизинга) сократился лишь чуть более чем на 1 млрд руб.

Долговая нагрузка остается завышенной, доступ к источникам рефинансирования – необходимое условие. Несмотря на восстановление денежных потоков в 2П09–1П10, кредитные метрики КАМАЗа по состоянию на 30 июня 2010 года оставались на довольно высоком уровне – порядка 6,2х по отношению «Долг/12М EBITDA» и 3,8х по уровню «Чистый долг/12М EBITDA». При этом мы отмечаем, что в составе долгосрочных обязательств компания отражает реструктурированную задолженность по налогам в объеме около 1,5 млрд руб. на конец 1П10 (де-факто еще один инструмент государственной поддержки, которым пользовалась компания в предыдущие годы). С учетом ее отношение долга к годовой EBITDA вырастает до 6,6х. Довольно существенная доля кредитного портфеля приходится на российские квазигосударственные банки (Сбербанк, ВТБ) – порядка 48% по состоянию на 01 ноября 2010 года (данные компании, приведенные в презентации к выпуску биржевых облигаций серии 01). Наконец 4,6 млрд руб. КАМАЗ привлек в рамках «антикризисного» механизма государственных гарантий.

Мы обращаем внимание на довольно высокую долю короткого долга – 54% на 30 июня 2010 г. В составе краткосрочных обязательств компания в отчетности за 1П10 по МСФО в полном объеме отражала ряд кредитов, по которым КАМАЗ не соблюдает ковенанты – синдицированный кредит, кредит ЕБРР и кредит Commerzbank общим объемом около 5 млрд руб. (в т.ч. краткосрочная часть 2,9 млрд руб.). Технический дефолт из-за нарушения условий кредитных соглашений был допущен еще в 2008 году. Как мы понимаем, на момент размещения первого выпуска биржевых облигаций в ноябре прошлого года ситуация оставалась неурегулированной, хотя никто из кредиторов и не воспользовался правом предъявления долга к досрочному погашению.

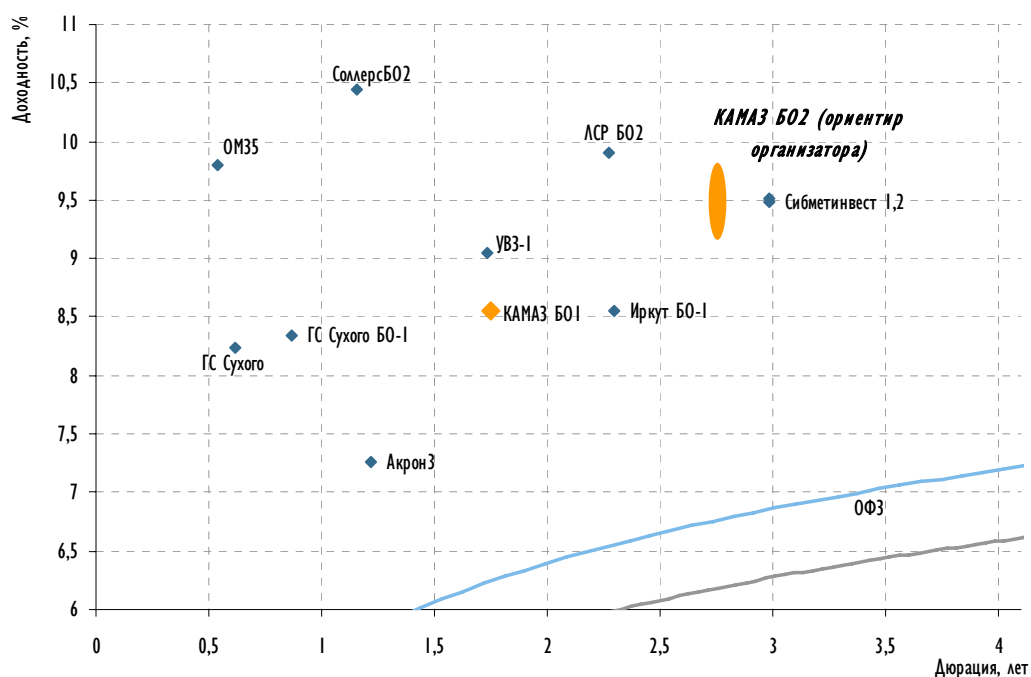
Пик погашений долга, по данным компании, приходится на 2011 год, когда КАМАЗу предстоит исполнить обязательства на 8,3 млрд руб., объем погашений 2012 года составляет 3,7 млрд руб. На наш взгляд, возможность компании по погашению долга за счет собственных источников в следующем году невелика. В то же время КАМАЗу, вероятно, удастся без каких-либо сложностей рефинансировать выплаты: по данным компании, объем неиспользованных кредитных лимитов на 25 ноября 2010 года составлял около 22 млрд руб. На рефинансирование долга, очевидно, будут направлены и средства, привлекаемые в ходе размещения облигаций БО-02.

Позиционирование выпуска. При позиционировании нового выпуска инвесторы, очевидно, будут принимать во внимание доходность обращающейся бумаги КАМАЗ БО-01 (около 8,6% с дюрацией чуть меньше 2 лет по цене последней сделки). Относительно существующего выпуска, верхняя граница ориентира организаторов по новым 3-летним бумагам (БО-02) предполагает премию порядка 110 б. п., что в целом можно считать адекватной компенсацией за разницу в дюрации 1 год (для сравнения: аналогичная премия для выпусков Евраз – Сибметинвест 01 и 02 к Евразхолдинг-Финанс 01 и 03 – составляет около 100 б. п.).

В то же время новое предложение от КАМАЗа выглядит не особо привлекательным относительно торгуемых выпусков металлургов: премия по верхней границе к выпускам Сибметинвест 01 и 02 составляет лишь около 20 б. п., что, по нашей оценке, является недостаточной компенсацией за более слабый кредитный профиль КАМАЗа. На наш взгляд, более интересной возможностью из числа текущих размещений является новый выпуск НК Альянс БО-02 (книга закрывается 4 февраля), ориентир доходности по которому составляет 9,74–10,25% на 3 года. Наше мнение по кредитному профилю эмитента мы приводили в *Мониторе первичных размещений* от 27 января.



Позиционирование КАМАЗ БО-02



Источник: Bloomberg, ММВБ

Основные финансовые показатели ОАО «КАМАЗ» по МСФО, млн руб.

	2007	2008	2009	6М10	г/г	6М09
Выручка	97 229	96 348	60 894	31 859	25%	25 427
EBITDA	12 898	7 407	1 377	1 976	—	(201)
Рентабельность EBITDA, %	13%	8%	2%	6%	7 п.п.	-1%
Операционный денежный поток*	9 254	-217	4 452	1 504	-60%	3 761
Капитальные вложения	(3 322)	(4 698)	(3 884)	(501)	-61%	(1 290)
Свободный денежный поток до финансирования	5 460	(5 185)	181	396	-84%	2 414
Всего активов	68 333	78 321	70 518	70 647	-6%	75 155
Собственный капитал	34 482	33 479	30 803	30 399	-4%	31 639
Совокупный долг	12 769	23 058	24 699	22 074	1%	21 801
доля краткосрочного долга, %	65%	82%	52%	54%	-25 п.п.	78%
Денежные средства и эквиваленты	4 309	6 769	7 203	8 633	-1%	8 736
Ключевые индикаторы						
Долг/Капитал, х	0,4	0,7	0,8	0,7	-	0,7
EBITDA/Чистые процентные расходы, х	19,3	5,8	0,9	2,2	-	отр.
Операционный денежный поток до уплаты процентов/Проценты уплаченные**, х	9,7	0,8	3,2	2,6	-	5,2
Чистый долг/EBITDA, х	0,7	2,2	12,7	3,8	-	отр.
Чистый долг скорр.*** / EBITDA, х	0,8	2,4	13,7	4,2	-	отр.
Долг/Свободный денежный поток до финансирования, х	2,2	отр.	43,5	отр.	-	отр.

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

*Исключая изменение депозитов, отражаемое компанией в составе операционного денежного потока, после выплаты процентов

**Проценты уплаченные — в соответствии с отчетом о движении денежных средств

***Включая реструктурированные налоговые обязательства

Яков Яковлев
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru
+7 (495) 988 24 92



Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушнская, 63)

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Андрей Богданов

начальник департамента

+7 (495) 988 23 44

Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

Управление анализа фондового рынка

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Богданов**Анна Богдюкевич**

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Металлургия

Сергей Канин

+7 (495) 988 24 06

Химическая промышленность

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Редакторская группа

Татьяна Курносенко

+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

Банковский сектор

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

Макроэкономика

Анна Богдюкевич

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Юлия Мельникова

+7 (495) 980 43 81

Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров

+7 (495) 913 78 26

Телекоммуникации и медиа

Андрей Богданов

+7 (495) 988 23 44

Анна Курбатова

+7 (495) 913 78 85

Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

Алексей Дёжкин, CFA

начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Стратегия

Павел Пикулев

+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 26

Кредитный анализ

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 17

Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров

директор

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

Продажи

Мария Братчикова

+7 (495) 988 24 03

Артем Спасский

+7 (495) 989 91 20

Светлана Голодинкина

+7 (495) 988 23 75

Трейдинг

Валерий Левит

директор

+7 (495) 988 24 11

Управление рынков фондового капитала

Виталий Зархин

директор

+7 (495) 988 24 48

Управление электронной торговли

Максим Малетин

начальник управления

+7 (495) 983 18 59

+8 (800) 200 70 88

broker@gazprombank.ru

Продажи

Александр Лежнин

+7 (495) 988 23 74

Никита Иванов

+7 (495) 989 91 29

Анна Нифанова

+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 55

Трейдинг

Денис Филиппов

+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев

+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев

+7 (495) 913 78 57

Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев

начальник департамента

+7 (495) 980 41 34

Pavel.Isaev@gazprombank.ru

Управление рынков заемного капитала

Игорь Ешков

начальник управления

+7 (495) 913 74 44

Управление торговли и продаж долговых инструментов

Андрей Миронов

начальник управления

+7 (495) 428 23 66

Продажи

Илья Ремизов

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Кузнецов

+7 (495) 719 17 74

Вера Ярышкина

+7 (495) 980 41 82

Себастьян де Принсак

+7 (495) 989 91 28

Роберто Пещименти

+7 (495) 989 91 27

Трейдинг

Елена Капица

+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 428 49 80

Copyright © 2003 — 2010. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ГПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ГПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ГПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.