

Специальный обзор долговых рынков

ПЕРВИЧНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ:

КАМАЗ – грузовики за доходность портфеля.

15 декабря 2010 года

Календарь размещений								
Анонсированная дата	Эмитент	Серия займа	Объем займа, млрд руб.	Погашение/оферта	Тип размещения	Организаторы	Прогноз организатора (купон)	Рекомендации НОМОС-БАНКа
20 декабря 2010 года	ОАО «КАМАЗ»	БО-01	2	3 года/ 2 года	book-building с 30 ноября по 16 декабря 2010 года	Сбербанк, Тройка Диалог	9,5-10%	9,5%

Во второй половине текущего года у инвесторов появилась возможность расширить свои портфели бумагами от эмитентов машиностроительного сектора. Так, в октябре разместился выпуск ИРКУТа, вчера закрылась книга по бондам УВЗ, а сегодня продолжают формирование книги по своим новым выпускам КАМАЗ и ГСС. Напомним, что машиностроительный сектор не самым достойным образом прошел «тест на кризис», однако все-таки параллели не всегда уместны. Так, в списке предложения на первичном рынке нам кажется наиболее интересным выпуск КАМАЗа, который на фоне других эмитентов предлагает неплохую возможность повысить доходность своего портфеля: 3-летние бумаги с 2-летней офертой в диапазоне УТР 9,73–10,25%. К минусам выпуска можно отнести отсутствие рейтингов у Эмитента и перспектив Ломбарда, что, соответственно, может снизить ликвидность облигаций Компании. Однако в части кредитных метрик Эмитент зачастую не только не уступает другим участникам сектора, но и, по ряду характеристик, опережает других машиностроителей. Мы рекомендуем принять участие в выпуске даже по нижней границе обозначенного диапазона.

ОАО «КАМАЗ» – производитель тяжелой грузовой техники массой от 14 до 40 тн. Компания на 49,9% находится в собственности государства через госкорпорацию «Ростехнологии». Также 11% принадлежит немецкому концерну Daimler. Оставшимся пакетом в размере 24,5% владеет Автоинвест Лимитед, зарегистрированный на территории Кипра. Мы отмечаем довольно прочные позиции производителя на российском рынке большегрузных автомобилей. В текущем году Компания занимает порядка 50% рынка большегрузных автомобилей.

Ниже мы приводим ключевые моменты кредитного профиля Компании.

- **2009 год – «тест кризисом».**

Как и у всех машиностроителей у КАМАЗа в кризисный год не обошлось без остановок производства и отправки сотрудников в неоплачиваемый отпуск. Однако на фоне всего сектора падение производства у КАМАЗа было не столь драматичным. Так, если реализация грузовых автомобилей по итогам прошлого года сократилась на 69%, в частности, у иностранных производителей диапазон падения продаж составил от 80% до 89%, у российского УРАЛа на 51%, то у КАМАЗа результат был значительно оптимистичнее – 39%. Основу этому обеспечила поддержка со стороны государственного заказа – доля выросла с 10% в 2008 году до 32% в 2009 году. По состоянию на ноябрь нынешнего года доля снизилась до 23%.

Что касается финансов, то здесь ситуация по итогам года выглядела пессимистичнее операционных результатов. Выручка сократилась на 37%, при этом уже на операционном уровне Компания сформировала убыток в «-1,8 млрд руб.» против 6,3 млрд руб. прибыли годом ранее. Чистый убыток за год составил 2,6 млрд руб. («+1,06» млрд руб. '09). В то же время, стоит отметить, что в операционном денежном потоке ситуация была более оптимистичней. Напомним, что у Компании традиционно весомые различия между P&L и Cash Flow. Так, в прошлом году при значении EBITDA в 757 млн руб. операционный денежный поток составил 2,8 млрд руб. при том, что в прошлом году он составлял 3 млрд руб. Такая разница, как мы понимаем, обусловлена сокращением запасов на складе и возвратом уплаченного ранее налога на прибыль. Указанный денежный поток с учетом сокращения инвестиционных вложений с 3,8 млрд руб. до 874 млн руб. полностью покрывал капзатраты 2009 года. Вместе с тем, с весомым объемом погашения долга – 18,9 млрд руб. КАМАЗ справился только за счет рефинансирования. Между тем, стоит напомнить, что далеко не все машиностроительные компании прошли «тест кризисом» и вышли без дефолтов и реструктуризации своих заимствований. Такой компанией стал ГАЗ. Очевидно, здесь можно провести параллель с этим машиностроителем. Однако отметим, что в кризисный 2009 год обе компании все-таки вошли с разными кредитными метриками. В частности, на конец 2008 года EBITDA автопроизводителя (здесь и далее РСБУ) была отрицательной – «-239 млн руб.» при размере долга с погашением до года в 7,8 млрд руб. (общий размер обязательств 12,9 млрд руб.). Что касается КАМАЗа, то показатель EBITDA у Компании составил 8,6 млрд руб. при краткосрочном долге в 18,9 млрд руб. (22,4 общий

долг). Немаловажным моментом в период кризиса было также государственное участие в капитале Предприятия, которое в том числе оказало поддержку в виде масштабных внутренних закупок. В части исполнения своих обязательств КАМАЗ в 2009 году нарушил ковенанты по синдицированному кредиту, что позволяло кредиторам требовать досрочного погашения, однако этого не случилось и, насколько нам известно, на сегодняшний день у Компании есть комфортные письма от участников синдиката.

- **Сотрудничество с Daimler, покупка МАЗ.**

Daimler является одним из мажоритарных акционеров КАМАЗа, которому совместно с ЕБРР принадлежит 15% акций. До кризиса немецкий концерн планировал приобрести около 42% акций российской Компании, однако потом умерил свои аппетиты до 10%, еще 1% приобрел в июне текущего года. При этом порядка 4% КАМАЗа, согласно СМИ, в интересах Daimler находится на счетах ЕБРР.

Daimler является пятым крупнейшим автоконцерном в мире со штаб квартирой в Штутгарте. По итогам прошлого года выручка составила 78 млрд евро при чистом убытке в 2,6 млрд евро. Компании присвоены следующие международные рейтинги: BBB+/BBB+/A3 .

Мы не исключаем, что в среднесрочной перспективе Daimler сможет увеличить свою долю в КАМАЗе до блокирующей. Вместе с тем, вряд ли рост доли приведет к серьезным переменам, поскольку и на сегодняшний день сотрудничество между предприятиями достаточно активное, в том числе в сентябре текущего была запущена сборка грузовиков Mercedes и, на финальной стадии находятся проекты по производству мостов и кабин. Однако важным моментом является то, что благодаря совместному предприятию КАМАЗ может получить доступ к технологической базе Daimler.

В конце прошлой недели появилась информация о том, что Белорусское правительство планирует реализовать долю в капитале Минского автомобильного завода. Среди возможных покупателей называются КАМАЗ, группа ГАЗ, итальянская Iveco и Венесуэла, где МАЗ создает сборочное производство. Отметим, что МАЗ один из основных конкурентов для КАМАЗа на российском рынке, прежде всего, исходя из уровня цен, а также принимая во внимание, что Россия и Беларусь находятся в едином таможенном пространстве, что соответственно, снимает проблему заградительных экспортных пошлин. С учетом этого приобретение МАЗа было бы вполне логичным, в том числе основываясь на довольно схожей производственной линейке, что также позволит нейтрализовать конкуренцию со стороны МАЗа. Наиболее вероятным сценарием, который был озвучен в СМИ, нам кажется покупка Ростехнологиями пакета в белорусском автопроизводителе. Напомним, в апреле было создано Ростехнологии–Авто, которое возглавил генеральный директор КАМАЗа. Однако вероятность такой сделки пока мы относим к разряду долгосрочных.

- **2010 год – улучшение кредитных метрик, но сохраняющиеся убытки. Двукратный рост выручки к 2015 году.**

В первом полугодии КАМАЗ отчасти восстановил кредитные метрики, которые растерял в 2009 году. Так, за первые 6 месяцев текущего года выручка показала рост на четверть против результата годом ранее и составила 31,9 млрд руб. В части нормы прибыли, то операционная прибыль, также как и EBITDA вернулась в зону положительных значений: 547 млн руб. («-1,4 млрд руб.» 6М'09) и 1,98 млрд руб. («-201» млн руб. 6М'09) соответственно. Вместе с тем, конечный результат сохранялся отрицательным – «-397» млн руб. vs «-1,8» млрд руб. годом ранее. Здесь свое влияние оказали по-прежнему высокие процентные платежи – «1,1 млрд руб.» («1,8» млрд руб. '6М'09). Этот год Компания планирует закончить с выручкой в 76 млрд руб., то есть значительно ниже 2007 и 2008 годов, когда Компания заработала 97 и 96 млрд руб. соответственно и чуть выше результатов 2006 года – 71 млрд руб. Что касается последующих периодов, то КАМАЗ будет расти достаточно агрессивно: в 2011 году ожидается рост на 30%, в 2012 году – 24%, в 2013 году – 16%. Итогом, согласно прогнозам Компании, станет выручка в 2015 году в размере 198 млрд руб., что более чем вдвое превышает план на текущий год. На первый взгляд такая динамика смотрится довольно агрессивно, однако стоит упомянуть, что в 2005–2007 годы КАМАЗ ежегодно показывал 30–40% рост, вследствие этого такие прогнозы могут быть вполне реалистичными. Поддержку продажам Компании также вполне может оказать долгосрочная программа утилизации грузового транспорта, которая планируется в следующем году. Напомним, что аналогичная программа уже реализуется для легкового транспорта и оказала значительную поддержку, в том

числе для АвтоВАЗа. С ростом производства мы ожидаем положительной динамики в марже Компании. Напомним, в докризисный период EBITDA margin составляла от 17% до 20% (6,2% 6М'10).

- **Долговой портфель**

Стоит отметить, что КАМАЗ традиционно не был агрессивен в своих заимствованиях. Так, на протяжении 2005–2007 годов долговые метрики находились в довольно комфортном диапазоне для инвесторов и не превышали планки в 2,5–2,7х. КАМАЗ ранее был предприятием с одним из наиболее низких уровней долга среди машиностроительных компаний. По итогам прошлого года метрика Debt/EBITDA вследствие падения рентабельности и снижения продаж вышла за рамки 10х. Стоит отметить, что на прошлый год также пришелся довольно весомый объем рефинансирования – 18,9 млрд руб. (77% всего долгового портфеля). В течение первых 6 месяцев текущего года Компания снизила уровень долга с 22,9 млрд руб. на начало года до 20,7 млрд руб. Соотношение Debt/EBITDA составило 5,24х, что, безусловно, является высоким значением, однако на счетах КАМАЗа, как и на начало года был довольно весомый запас ликвидности – 7,2 млрд руб., который представлен в основном депозитами (на 5,7 млрд долл.). Указанная «подушка ликвидности» покрывает 60% краткосрочных обязательств (11,8 млрд руб.), что с учетом операционного денежного потока за полгода в 4 млрд руб. делает риски рефинансирования довольно умеренными. Что касается перспектив роста долговой нагрузки КАМАЗа, то здесь Предприятие довольно последовательно в своих капитальных затратах и ожидает метрики Debt/EBITDA в диапазоне 3–4х. Так, на протяжении прогнозных 2011–2014 годов не планирует инвестиции на уровне выше 4–5% от размера выручки, аналогичного уровня Компания придерживалась в 2007–2008 годы. По нашему мнению, от КАМАЗа вряд ли стоит ждать абсолютного роста долга, однако на относительных показателях может сказаться негативное давление на маржу вследствие повышения цен на металл и рост конкуренции на рынке.

- **Риски: конкуренция, цены на металл, ЕВРО–4.**

Одним из ключевых рисков для Предприятия остается цена на металл, который занимает одно из ключевых мест в структуре себестоимости завода. Еще одним моментом, который может ослабить кредитный профиль Компании, является рост конкуренции со стороны иностранных производителей, планирующих построить свои сборочные производства в России. На сегодняшний день российские сборочные подразделения есть у Scania в Ленинградской области и в Калуге у Volvo. Однако в данном случае поддержку КАМАЗу оказывает сотрудничество с Daimler, а также низкие цены российского производителя в сравнении с западными образцами. Последнее в отличие от рынка легковых и коммерческих автомобилей все-таки является более важным аспектом. Также влияние на рынок грузовых автомобилей могут оказать китайские производители, однако российское правительство формирует заградительные меры для техники из «поднебесной». Так, насколько нам известно, на сегодняшний день перспектива создания сборочных производств китайских брендов на территории России достаточно туманна. Вместе с тем, наибольшим риском для российского производителя может стать снижение пошлин на бывшие в употреблении грузовые автомобили. На сегодняшний день таможенные барьеры таковы, что при цене автомобиля в 40 тыс. евро пошлина может составить свыше трети от стоимости автомобиля и доходить до 30 тыс. евро. До кризиса доля б/у техники на российском рынке составляла 16%, а с введением таможенных барьеров в нынешнем году составила 1%, хотя еще в 2006 году – 32%, когда доля КАМАЗа была 33%. Также ослабить позиции Предприятия на рынках может тот факт, что КАМАЗ пока что не использует двигатели ЕВРО–4. Большую часть продукции заводов Компании формируют грузовики с двигателями ЕВРО–3. Однако в первую очередь это касается внешних рынков, прежде всего рынков стран восточной Европы, в которых продажи КАМАЗа не так высоки. В части внутренних рынков, то российские требования значительно мягче. Согласно планам Компании, выпуск машин с двигателями новых стандартом планируется уже в следующем году. С другой стороны следствием этого процесса может стать снижение маржи, которое последует за запуском производства машин с ЕВРО–4 как следствие роста цен на комплектующие и отсутствия возможности сразу же переложить издержки на потребителя.

ПЕРВИЧНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ:

КАМАЗ – грузовики за доходность портфеля

15 декабря 2010 года

4

Свод финансовых показателей компаний машиностроительного сектора

Рейтинг	КАМАЗ, МОФО, млн руб.			ГСС, МОФО, млн руб.			ИРКУТ, РСБУ, млн руб.			СОЛЛЕРС, МОФО, млн долл.			УВЗ, РСБУ, млн руб. - ГОДОВАЯ ОТЧЕТНОСТЬ**		
	отсутствует			FITCH "BB"			Moody's "Ba2"			отсутствует			отсутствует		
	пол.2009	пол.2010	%	пол. 2009	пол.2010	%	пол. 2009	пол.2010	%	пол. 2009	пол.2010	%	2008	2009	%
Выручка	25 427	31 859	25%	8	42	>100%	13 345	16 509	24%	9 847	20 258	106%	37 507	36 272	-3%
Операционная прибыль	-1 360	547	-	-868	-569	-	1 784	2 501	40%	-1 547	-298	-	612	2 487	>100%
ЕБИТДА	-201	1 976	-	-844	-533	-	2 384	3 101	30%	-913	484	-	1 174	3 937	>100%
ЕБИТДА adj*	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	9 078	13 178	45%
Чистый операционный денежный поток	4 031	4 650	15%	-3 471	-3 717	-	-	-	-	-945	1 451	-	na	na	-
Чистая прибыль	-1 839	-397	-	-1 874	-183	-	24	243	>100%	-3 638	-1 138	-	-6 115	-7 160	-
% доходы	329	473	44%	-	-	-	142	194	37%	-	-	-	-	-	-
% расходы	1 841	1 103	-40%	-287	-640	-	1 706	1 526	-11%	2 614	995	-62%	2 614	995	-62%
Operating margin	отриц.	1.7%	-	отриц.	отриц.	-	13.4%	15.2%	2%	отриц.	отриц.	-	1.6%	6.9%	5%
ЕБИТДА margin	отриц.	6.2%	-	отриц.	отриц.	-	17.9%	18.8%	1%	отриц.	отриц.	-	3.1%	10.9%	8%
Net margin	отриц.	отриц.	-	отриц.	отриц.	-	0.18%	1.47%	1%	отриц.	отриц.	-	отриц.	отриц.	-
	2009	пол.2010	%	2009	пол. 2010	%	2009	пол.2010	%	2009	пол.2010	%	2008	2009	%
Активы	70 518	70 647	0%	34 068	35 911	5%	73 578	78 383	7%	52 872	52 714	0%	60 346	58 497	-3%
Долг	22 985	20 709	-10%	24 106	29 117	21%	32 813	44 327	35%	27 195	27 445	1%	36 072	37 937	5%
Долгосрочный долг	10 124	8 838	-13%	17 076	11 423	-33%	32 812	25 045	-24%	16 908	18 944	12%	17 783	12 648	-29%
Краткосрочный долг	12 861	11 871	-8%	7 030	17 694	152%	1	19 282	>100%	10 287	8 501	-17%	18 288	25 289	38%
Денежные средства и их эквиваленты	7 203	7 252	1%	949	732	-23%	5 281	11 949	126%	3 990	4 817	21%	577	113	-80%
Debt/ЕБИТДА	-	5.24	-	отриц.	отриц.	-	6.88	7.15	0.27	-	28.35	-	30.72	9.63	-21.08
Debt/ЕБИТДА adj.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.97	2.88	-1.09
Net Debt/ЕБИТДА	-	3.41	-	отриц.	отриц.	-	4.31	5.22	0.91	-	23.38	-	30.72	9.61	-21.11
Net Debt/ЕБИТДА adj	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.91	2.87	-1.04
* ЕБИТДА adj не включая прочие доходы и расходы															
** Отчетность Компании за полугодие не доступна															

Позиционирование.

На сегодняшний день машиностроительный сегмент представлен несколькими именами, в том числе Соллерс, ИРКУТ, ГСС, УВЗ. Мы отмечаем, что по кредитному профилю КАМАЗ обгоняет остальные компании, при этом предлагая довольно конкурентную доходность биржевых облигаций в диапазоне 9,73–10,25%.

- **ИРКУТ (Moody's «Ba2»)**

Конкуренцию бондам КАМАЗа на вторичном рынке составляют бумаги ИРКУТа, которые могут похвастаться рейтингом от Moody's «Ba2» и наличием имени Эмитента в списке РЕПО ЦБ. Облигации торгуются на вторичном рынке с УТР 9,01% к погашению в сентябре 2013. Мы считаем, что два указанных фактора являются единственными отличительными характеристиками выпуска ИРКУТа, притом, что по ряду характеристик эмитент проигрывает КАМАЗу. Исходя из этого, мы считаем премию облигаций КАМАЗа к бумагами ИРКУТа даже по нижней границе справедливой.

- **УВЗ (–)**

УВЗ, кредитный профиль которого мы при прочих равных условиях выпуска мы считаем схожим с КАМАЗом. Компания закрыла book–building с доходностью в 9,46%, что кажется нам не интересным предложением, в том числе основываясь на отсутствие рейтинга и, соответственно, перспектив Ломбарда, а также низкой информационной прозрачностью компании.

- **Соллерс (–)**

В части Соллерса, то здесь оба выпуска торгуются на уровне выше 11% отметки УТР 12,66% (07.2013) и 11,47% (05.2012). Однако текущие уровни, по нашему мнению, соответствуют финансовому положению компании, в том числе при сохраняющихся убытках на операционном уровне и высоком уровне долговой нагрузки.

ПЕРВИЧНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ:

КАМАЗ – грузовики за доходность портфеля

15 декабря 2010 года

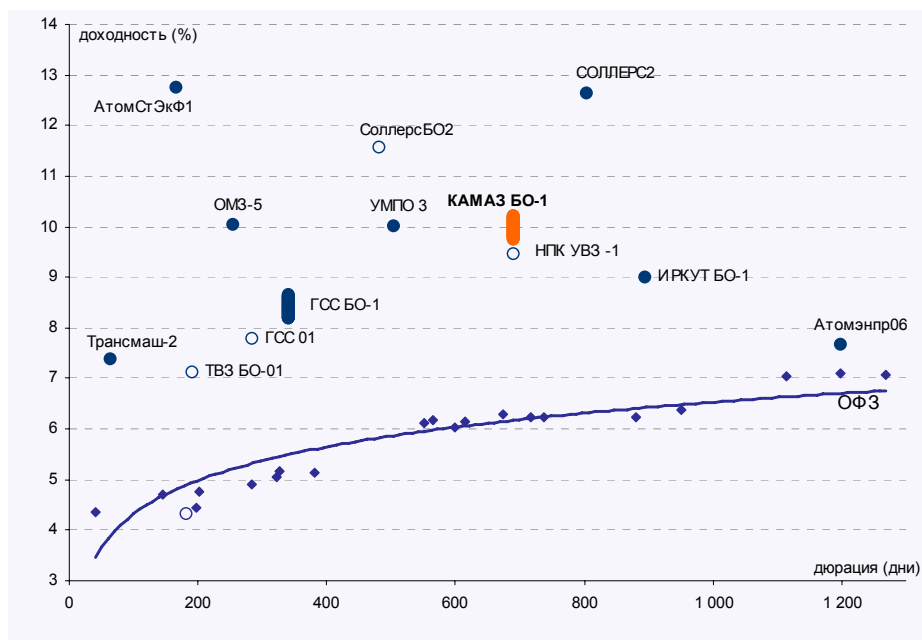
5

- ГСС (Fitch«BB»)

Сегодня компания начала формирование книги заявок на свои 3–летние бонды с диапазоном 8,16–8,68%. Напомним, что основные акценты финансового состояния Компании – это активная государственная поддержка и отсутствие полноценной производственной деятельности на текущий момент. Вследствие этого на фоне ГСС, КАМАЗ также с государственным участием смотрится вполне привлекательно.

Резюмируя, мы считаем предложенные ценовые уровни по новому КАМАЗу даже по нижней отметке обозначенного диапазона интересными и рекомендуем участие в выпуске. Отдельно мы отмечаем, что обозначенные доходности создают возможность для апсайда бумаг на вторичном рынке как минимум до 20–30 б.п.

Машиностроение



Контактная информация

НОМОС-БАНК (ОАО)	109240, Москва, ул. Верхняя Радищевская, д.2/1 стр.5	
Старший Вице-президент	Пивков Роман / ext. 4120 (495) 797-32-48	pivkov_rv@nomos.ru
Департамент долговых инструментов	(495) 797-32-48	ib@nomos.ru
Директор департамента	Голованов Валерий / ext.4424	golovanov_vn@nomos.ru
	Цвеляк Евгений / ext. 3581	tsvelyak_ea@nomos.ru
	Турик Анна / ext. 3575	turik_aa@nomos.ru
	Петров Алексей / ext. 4581	petrov_av@nomos.ru
Аналитика	(495) 797-32-48	research@nomos.ru
	Голубев Игорь / ext. 4580	igolubev@nomos.ru
	Ефремова Ольга / ext. 3577	efremova_ov@nomos.ru
	Ильин Илья / ext. 4426	ilin_io@nomos.ru
	Полюттов Александр / ext. 4428	polyutov_av@nomos.ru
	Федоткова Елена / ext. 4425	fedotkova_ev@nomos.ru
Департамент операций на финансовых рынках	(495) 797-32-48	
Директор департамента	Третьяков Алексей / ext. 3120	tretyakov_av@nomos.ru
Руководитель группы портфельных менеджеров	Орлянский Андрей / ext. 4673	orlyanskiy_av@nomos.ru
Начальник управления продаж	Попов Роман / ext. 4671	popov_ry@nomos.ru
Клиентский менеджер	Марюшкин Андрей / ext. 4597	maryushkin_aa@nomos.ru
Клиентский менеджер	Матросов Кирилл / ext. 4677	matrosov_ka@nomos.ru
Департамент брокерского обслуживания и управления активами	(495) 797-32-48	
Заместитель директора департамента	Матюшина Анна/ ext. 4121	matyushina_ai@nomos.ru
Начальник отдела поддержки клиентов	Сотникова Евгения / ext. 4132	sotnikova_ea@nomos.ru

Ограничение ответственности

Настоящий документ был подготовлен Аналитическим управлением НОМОС-БАНКа и имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Информация, изложенная в настоящем документе, имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Информация не является исчерпывающей, была собрана из публичных источников, которые НОМОС-БАНК считает надежными, НОМОС-БАНК не дает гарантий относительно их точности или полноты. Любое лицо, рассматривающее возможность приобретения облигаций, должно провести свой собственный анализ финансового положения Эмитента, Поручителя и основных условий выпуска облигаций. Любой получатель настоящего документа должен определить для себя относительность информации, содержащейся в нем, и при покупке ценных бумаг он должен опираться на такое исследование, которое сочтет необходимым. НОМОС-БАНК, его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации изложенной в настоящем документе. Дата, указанная на данном документе, не означает, что информация, содержащаяся в данном документе, является полной и/или точной на эту дату. НОМОС-БАНК не берет на себя обязательство обновлять информацию, содержащуюся в данном документе. Данный документ также не является составной частью документов, подлежащих представлению в любой государственный орган, регулирующий порядок совершения операций с ценными бумагами. Кроме того, вышеуказанные органы не рассматривали настоящий документ, не подтверждали и не определяли его адекватность и точность. Целью настоящего документа и любой прилагаемой к нему финансовой документации не является создание основы для проведения кредитной или иной оценки, и эти документы не следует рассматривать как рекомендацию по приобретению облигаций.