

«КАМАЗ» - МСФО 2007

Достаточно прочности выдержать цены на сталь

Денис Соколов dg.sokolov@kf.ru

«КАМАЗ» представил великолепную отчетность финансовые результаты за 2007 год по МСФО. Рост EPS составил впечатляющие 111%. По нашему мнению, сильные фундаментальные показатели «КАМАЗа» позволят компании справиться с подорожанием стали. Как следствие, мы повышаем нашу рекомендацию по его акциям до уровня «ПОКУПАТЬ» с целевой ценой \$6.8 за штуку на 2008КГ.

> **Целевая цена акций повышена до \$6.8, новая рекомендация: «ПОКУПАТЬ».** В 2007 году «КАМАЗ» продемонстрировал великолепную динамику фундаментальных показателей. За год выручка предприятия увеличилась на 48%, EBITDA – на 85%, EPS – на 111%. Несмотря на тот факт, что рост поступлений уже в значительной степени был отыгран рынком, показатели рентабельности превзошли как наш прогноз, так и ожидания инвесторов. Мы считаем, что результаты прошлого года показывают, что «КАМАЗ» обладает достаточным запасом прочности для того, чтобы с честью справиться с трудностями во 2П08 и в 2009 году. Мы обновили нашу модель оценки компании с учетом представленных данных и роста цен на стальном рынке. Как следствие, прогнозный показатель EPS в 2008, 2009 и 2010 году изменился на +7%, -1% и +18% соответственно. Принимая во внимание привлекательное соотношение «риск/доходность» в среднесрочной перспективе, мы повышаем нашу рекомендацию по бумагам «КАМАЗа» до уровня «ПОКУПАТЬ» с целевой ценой \$6.8 на 2008КГ.

«КАМАЗ»: финансовые результаты за 2007 год по МСФО, \$ млн

	2006	2007	Изменение
Выручка	2,577	3,822	48%
Себестоимость	-2,071	-2,972	43%
Валовая прибыль	506	850	68%
- Валовая рентабельность	19.6%	22.2%	+2.6%
Коммерческие расходы	-108	-164	53%
Административные расходы	-175	-231	32%
Операционная прибыль	197	428	117%
- Операционная рентабельность	7.7%	11.2%	+3.6%
Доналоговая прибыль	204	431	111%
Чистая прибыль	140	292	109%
- Чистая рентабельность	5.4%	7.6%	+2.2%
ЕБИТДА	277	512	85%
- Рентабельность по ЕБИТДА	10.7%	13.4%	+2.7%

Источник: данные компании, расчеты «КИТ Финанс»

РЕКОМЕНДАЦИЯ

	АО	АП
Тикер	KMAZ	-
Рекомендация	BUY	-
Цена, \$	3.5	-
Справедливая цена, 2008 \$	6.8	-
Потенциал роста	92%	-

ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ

	АО	АП
Bloomberg	KMAZ RU	
Reuters	KMAZ.RTS	
Акция в обращении, млн	707	-
EV, \$ млн	2,986	
MC, \$ млн	2,489	
MIN 12 мес., \$	3.5	
MAX 12 мес., \$	6.9	
Коэффициент АДР/акцию	АО	АП
	N/A	-

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, \$ млн

	2006	2007	2008П
Выручка	2,577	3,822	4,888
ЕБИТДА	277	512	608
Чистая прибыль	140	292	343
EPS, \$	0.18	0.37	0.48
Рост выручки (%)	43%	48%	28%
EPS рост (%)	42%	111%	29%
Рентабельность ЕБИТДА (%)	10.7	13.4	12.4
Чистая рентабельность (%)	5.4	7.6	7.0

РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ

	2006	2007	2008П
EV/ЕБИТДА	10.8	5.8	4.9
P/E	17.8	8.5	7.3

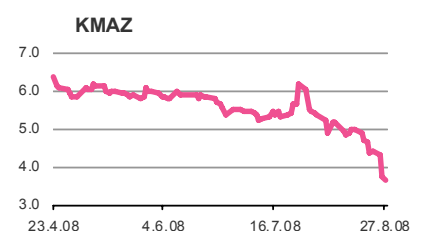
EV/S (trailing) 0.78

P/B (trailing) 1.87

СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ

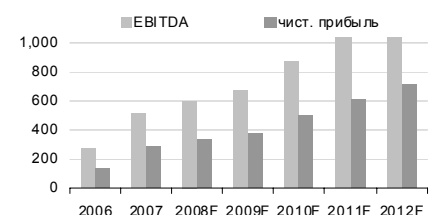
РФ	38%
КАМАЗ-Капитал	33%
Тройка-Диалог	21%
ККР (КИМСО)	4%
Прочие	4%

ДИНАМИКА ЦЕНЫ АКЦИИ



Источник: ММВБ, расчеты КИТ Финанс

Фин.показатели КАМАЗа, \$млн



> **Грузовики дорожают быстрее сырья.** Отличные результаты за 2007 год в основном объясняются солидным спросом на тяжелые грузовики на фоне которого их стоимость в отчетном периоде увеличилась на 22%, тогда как инфляция за тот же период составила 12%. Мы полагаем, что показатели рентабельности компании останутся высокими в 2008/09 годах, даже несмотря на внушительный рост цен на сталь. В соответствии с нашим прогнозом, в силу последнего обстоятельства рентабельность по EBITDA сократится в 2008 году на 1.3 п.п. (в 2009 году - на 2.6 п.п.). Наш прогноз выручки компании в 2008 и 2009 году почти не изменился, однако, начиная с 2010 года, ожидается резкий рост поступлений на фоне ожидаемого снижения цен на сталь. Стоит также отметить успехи компании в части повышения качества управления оборотным капиталом в 2007 году (отношение чистого оборотного капитала к выручке за период сократилось с 16.7% до 13.9%), что в дальнейшем позволит снизить денежный поток, направляемый на поддержание запасов.

Обновленный прогноз финансовых результатов «КАМАЗа», \$ млн

	2006		2007	Изменение за год	Факт - Планст	2008П		Изм.	2009П		Изм.	2010П		Изм.
	факт	план	факт			Старый прогноз	Новый прогноз		Старый прогноз	Новый прогноз		Старый прогноз	Новый прогноз	
Выручка	2,577	3,715	3,822	48.3%	2.9%	4,889	4,888	0.0%	5,652	5,822	3.0%	6,264	6,890	10.0%
EВITDA	277	439	512	85.2%	16.7%	603	608	0.8%	708	682	-3.6%	781	874	11.9%
- Рентабельность по EВITDA	10.7%	11.8%	13.4%	2.7%	1.6%	12.3%	12.4%	0.1%	12.5%	11.7%	-0.8%	12.5%	12.7%	0.2%
Операционная прибыль	197	341	428	117.1%	25.6%	482	502	4.1%	565	546	-3.4%	618	706	14.2%
- Операционная рентабельность	7.7%	9.2%	11.2%	3.6%	2.0%	9.9%	10.3%	0.4%	10.0%	9.4%	-0.6%	9.9%	10.2%	0.4%
Чистая прибыль	140	226	292	108.9%	29.2%	319	343	7.4%	381	378	-0.8%	424	499	17.6%
- Чистая рентабельность	5.4%	6.1%	7.6%	2.2%	1.6%	6.5%	7.0%	0.5%	6.7%	6.5%	-0.3%	6.8%	7.2%	0.5%

Источник: данные компании, расчеты КИТ Финанс

> **Цены на сталь – важно, но не критично.** Рост цен на сталь является основной «головной болью» предприятий отрасли. По нашему мнению, в ближайшее время сталь скорректируется и до конца года подешевеет на 10%, а в 2009/2010 году ожидается ее дальнейшее удешевление на 5%. Помимо данного (базового) сценария, мы рассмотрели два других варианта возможной динамики стальных цен (цен на ХК-сталь). Поскольку цены в договорах с автопроизводителями следуют за ценой стали на спотовом рынке с определенным лагом, последствия от удорожания стали в наибольшей степени проявятся в 2009 и 2010 году. Тем не менее, целевая цена акций в \$6.1 за штуку подразумевает потенциал роста 69% к текущим котировкам даже в рамках наиболее пессимистичного сценария. Таким образом, наша рекомендация устойчива к ценовым колебаниям на стальном рынке. Кроме того, влияние динамики стальных цен на рентабельность «КАМАЗа» может оказаться еще менее значительным, поскольку компания обладает собственным металлургическим бизнесом.



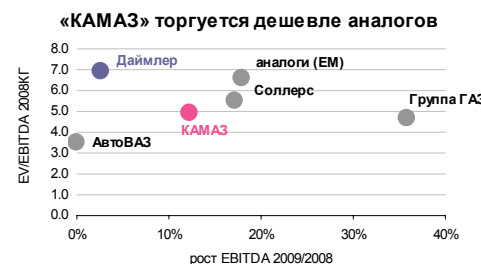
Источник: «Металлторг», расчеты КИТ Финанс

> **Квазиказначейские акции проданы по крайне низкой цене.** В 2008 году «КАМАЗ» расстался со своим пакетом акций «КАМАЗ-Капитала» (11.2%), которому в свою очередь принадлежало 33.2% в уставном капитале «КАМАЗа». Исходя из суммы сделки (2.2 млрд рублей) цена одной акции составила \$3.4, что намного ниже рыночной цены бумаги на момент проведения транзакции (\$6.4 по состоянию на 15 апреля 2008 года) и даже дешевле текущих рыночных котировок (\$3.6). Сделка ставит вопрос о качестве корпоративного управления, учитывая, что покупатель бумаг одновременно являлся одним из основных акционеров «КАМАЗа».



Источник: данные компании, расчеты КИТ Финанс

> **В 2008-09 году ожидается пик инвестиций.** В 2007 году «КАМАЗ» направил на капвложения меньшую сумму, чем планировалось ранее. Технологическая модернизация важна для поддержания долгосрочного роста компании. Следовательно, мы ожидаем, что в результате недофинансирования в прошлом году инвестпрограмма последующих лет будет увеличена. Согласно нашей оценке, в текущем году расходы на ОС и НМА достигнут рекордного уровня (9.5% выручки, включая расходы на НИОКР, отнесенные на убытки). Мы полагаем, что в 2009 и 2010 году объем капвложений будет оставаться высоким, а в долгосрочной перспективе упадет до 3% поступлений. Расходы на капвложения будут способствовать снижению СДП, который вновь станет положительным лишь в 2010 году.



Источник: Bloomberg, расчеты КИТ Финанс

> **Осенью интерес инвесторов окажет поддержку бумаге: ПОКУПАТЬ.** Согласно обновленной нами DCF-модели, целевая цена акций «КАМАЗа» на 2008КГ составила \$6.8 за штуку (при WACC=14.4% и номинальных постпрогнозных темпах роста 3%). Также, осенью текущего года мы ожидаем появления мощного триггера: во 2П08 Daimler Trucks планирует приобрести 42%-ный пакет «КАМАЗа» у Troika Capital Partners. Ранее представители «Тройки» заявили, что рассчитывают продать свои акции по цене, соответствующей мультипликатору EV/EВITDA=10. В настоящий момент прогнозный EV/EВITDA «КАМАЗа» на 2008КГ составляет 4.9 (у Daimler - 6.9). Мы считаем, что в результате недавней распродажи акций «КАМАЗа», соотношение «риск/доходность» стало выглядеть крайне привлекательно как в кратко-, так и в долгосрочной перспективе. По нашему мнению, бумага вскоре должна вырасти до уровня, в большей степени отвечающего ее фундаментальной оценке.

Аналитический Департамент + 7 (495) 641 4414

Каюс Рапану
Директор
cr.rapanu@kf.ru

Отдел Анализа рынка акций

Мария Кальварская
Начальник
Металлургия, Банки
m.kalvarskaia@kf.ru

Константин Черепанов
Нефть и Газ
k.cherepanov@kf.ru

Даниил Гутеев
Электроэнергетика
d.guteyev@kf.ru

Наташа Колупаева
Потребительский сектор
n.kolupaeva@kf.ru

Сергей Никонов
s.nikonov@kf.ru

Анатолий Высоцкий
Девелопмент и недвижимость
a.vysotsky@kf.ru

Павел Попиков
Электроэнергетика
p.popikov@kf.ru

Артем Лаврищев
Базы данных, Потребительский сектор
a.lavrishev@kf.ru

Дмитрий Полевой, к.э.н.
Макроэкономика
d.polevoy@kf.ru

Александр Ковалёв, к.ф.-м.н.
Структурные продукты
aa.kovalev@kf.ru

Даниил Затологин
Телекоммуникации
d.zatologin@kf.ru

Денис Соколов
Машиностроение
dg.sokolov@kf.ru

Департамент Рынка акций

Отдел продаж Москва + 7 (495) 641 4414

Денис Пискунов
d.piskunov@kf.ru

Сергей Аброchnов
s.abrochnov@kf.ru

Мария Братчикова
m.bratchikova@kf.ru

Максим Баклунов
m.baklunov@kf.ru

+ 7 (495) 981 34 31
+ 7 (495) 641 4414 доб. (50011)

+ 7 (495) 981 34 31
+ 7 (495) 641 4414 доб. (50010)

+ 7 (495) 981 34 30
+ 7 (495) 641 4414 доб. (50344)

+ 7 (495) 981 34 30
+ 7 (495) 641 4414 доб. (50053)

Отдел продаж Лондон +44 (203) 178 4539 (АО KIT Finance Europe)

Виктория Филимонова
v.filimonova@kf.ru

Игорь Кадимов
i.kadimov@kf.ru

+44 (203) 178 4544 доб. (67208)
+44 (779) 855 4196

+44 (203) 178 4542 доб. (67201)
+44 (0) 797 985 5631

www.kf.ru

Настоящий обзор подготовлен исключительно в информационных целях, ни полностью, ни в какой-либо части не представляет собой предложение по покупке, продаже или совершению каких-либо сделок или инвестиций в отношении указанных в настоящем обзоре ценных бумаг и не является рекомендацией по принятию каких-либо инвестиционных решений. Информация, использованная при подготовке настоящего обзора, получена из предположительно достоверных источников, однако проверка использованных данных не проводилась и «КИТ Финанс» не дает никаких гарантий корректности содержащейся в настоящем обзоре информации. Настоящий обзор и рекомендации, содержащиеся в нем, отражают мнение аналитика на момент публикации, и могут быть дополнены и/или изменены вплоть до абсолютно противоположных по усмотрению аналитика без соответствующего уведомления читателей. «КИТ Финанс» оставляет за собой право не приводить предыдущих оценок и рекомендации при публикации новых.

Настоящий обзор предназначен для использования профессиональными участниками фондового рынка, которые могут адекватно оценить риски в отношении указанных в настоящем обзоре ценных бумаг. «КИТ Финанс» не несет ответственности за любые неблагоприятные последствия, в том числе убытки, причиненные в результате использования информации, содержащейся в настоящем обзоре, или в результате инвестиционных решений, принятых на основании данной информации. Некоторые российские акции подвержены высокой волатильности, что повышает риски, связанные с инвестициями в данные бумаги, т.к. их стоимость может существенно упасть, что может привести к убыткам, если соответствующие инвестиции были осуществлены ранее. Многие российские акции отличаются низкой ликвидностью, что затрудняет их реализацию на рынке в случае принятия решения о продаже соответствующих ценных бумаг. Не все российские акции имеют ежедневные рыночные котировки, что затрудняет оценку их справедливой стоимости. «КИТ Финанс» не предоставляет сведений относительно абсолютной волатильности или ликвидности какой-либо российской бумаги, а также не дает информации в отношении справедливой стоимости неликвидных ценных бумаг. Стоимость всех российских акций, номинированных в рублях, зависит не только от ситуации на фондовом рынке, но также определяется колебаниями на валютном рынке. В процессе принятия решений, инвестор должен самостоятельно изучить объект вложений, а также оценить риски, связанные с инвестициями в данный инструмент.

КИТ Финанс имеет право осуществлять любые операции в рамках собственного портфеля, основываясь на краткосрочных и долгосрочных рекомендациях и инвестиционных идеях. КИТ Финанс может принимать любые инвестиционные решения в отношении указанных в обзоре ценных бумаг вне зависимости от опубликованных оценок и рекомендаций.

Настоящий обзор не может быть воспроизведен, опубликован или распространен ни полностью, ни в какой-либо части, на него нельзя делать ссылки или приводить из него цитаты без предварительного письменного разрешения «КИТ Финанс».