

КАМАЗ

Разгонятся ли акции еще сильнее?

Попробуем разобраться

27 ИЮЛЯ 2023



КАМАЗ: разгонятся ли акции еще сильнее?

- КАМАЗ был образован в 1969 году и с тех пор произвел более 2,4 млн машин, став крупнейшей автомобильной корпорацией РФ. Помимо грузовиков и сборочных комплектов (65% выручки) компания производит автобусы, электробусы, автобетоносмесители, прочую технику и запчасти. КАМАЗ традиционно позиционируется в сегменте тяжелых грузовых автомобилей массой от 14 до 40 т.
- С начала 2023 года акции КАМАЗа выросли в цене почти на 150% – это лучший результат среди бумаг российских публичных компаний с рыночной капитализацией больше 100 млрд руб. Рынок позитивно оценивал сообщения о локализации новых моделей грузовиков, планы по увеличению выпуска и выход в сегмент электрокаров. Однако доля рынка КАМАЗа снижается из-за конкуренции с китайскими производителями, а цикл роста спроса на электрокары, похоже, находится в начальной стадии.
- После введения санкций российский рынок коммерческих автомобилей столкнулся с серьезными трудностями – импорт многих комплектующих попал под ограничения, а большинство западных игроков свернули операции в РФ. Однако в 2023 году рынок начал восстанавливаться, о чем говорит рост продаж новых грузовых автомобилей и автобусов за первые шесть месяцев соответственно на 67% и 35%. Основным драйвером роста продаж – увеличение предложения китайских моделей. В связи с усилением конкуренции рыночная доля КАМАЗа снизилась.
- КАМАЗ планирует выходить в сегмент легковых автомобилей и большую ставку делает на электрокары. В России этот рынок только зарождается – в 2022 году было продано всего 3 тыс. новых машин (0,5% от общего количество новых легковых автомобилей), причем большая часть из них – иностранного производства. В 2023 году рост рынка ускорился. Так, за первые шесть месяцев продали уже 4,4 тыс. новых электрокаров, при этом лидерство на рынке делят Volkswagen и российский бренд Evolute. Среди главных драйверов рынка электромобилей в РФ – господдержка и локализация производства.
- Выручка КАМАЗа в 2017-2021 годах росла в среднем на 15% за счет роста отпускных цен, но в 2021 году также увеличились объемы продаж – на рынок вышла новая модель K5. Рентабельность по EBITDA КАМАЗа за анализируемый период оставалась в диапазоне 5-7,5%, основная статья затрат – материалы и комплектующие. Большая доля капитальных затрат КАМАЗа приходится на развитие модельного ряда и модернизацию мощностей. За 2022 год отчетность по МСФО КАМАЗ не публиковал.
- Главным драйвером роста котировок КАМАЗа является восстановление экономики РФ, поскольку спрос на продукцию КАМАЗа зависит от динамики российской промышленности. КАМАЗ может вернуть утраченную в конкуренции с китайскими производителями долю рынка грузовиков, если будет быстро наращивать производство наиболее маржинальных моделей K5. Среди других драйверов роста котировок – возобновление публикации отчетности, развитие отрасли электромобильности и автономного вождения в России, а также возврат к регулярным дивидендным выплатам.
- Справедливая стоимость одной акции КАМАЗа, согласно нашей модели, – 240 руб., что предполагает потенциал роста на 7% с текущих котировок.

Лидер роста: оправдано ли ралли?

КАМАЗ – лидер роста среди акций российских компаний с капитализацией выше 100 млрд руб., его капитализация с начала года выросла в два с половиной раза. Компания сообщала о планах по наращиванию выпуска, локализации новых моделей и выходу в сегмент электрокаров. Однако доля рынка КАМАЗа сокращается из-за конкуренции с китайскими производителями, а цикл роста спроса на электрокары, похоже, находится в начальной стадии.

■ **Акции КАМАЗа в 2023 году подорожали в 2,5 раза.** С начала 2023 года акции КАМАЗа выросли почти на 150% – это лучший результат среди бумаг российских публичных компаний с рыночной капитализацией больше 100 млрд руб. Инвесторы, несмотря на то что КАМАЗ приостановил публикацию отчетности по МСФО, верят в хорошие перспективы компании.

КАКИЕ БЫЛИ ДРАЙВЕРЫ ДЛЯ ТАКОГО СИЛЬНОГО РОСТА?

■ **Первый импульс – в конце января и без новостей.** Акции КАМАЗа подскочили на 19% за один день 31 января. Значимых новостей, которые могли бы объяснить такой рост, не было. Примечательно, что приблизительно в то же время было ралли других компаний малой капитализации: РКК Энергия, ИСКЧ, Фармсинтез, Красный Октябрь, Мостотрест и прочих.

■ **За февраль-март акции прибавили в цене еще 13%.** Бумаги КАМАЗа сохраняли восходящий тренд в феврале-марте и не скорректировались после сильного необоснованного роста 31 января. В эти два месяца динамика акций в целом соответствовала динамике индекса МосБиржи средней и малой капитализации. Среди новостей за этот период:

- ▶ Возобновление выпуска локализованного грузовика нового поколения K5, 70-80% комплектующих для которых будут российские, а остальные – китайские.
- ▶ Анонс планов по запуску беспилотных грузоперевозок с водителем по трассе М11.
- ▶ Прогноз по производству более 50 тыс. грузовиков в 2023 году (плюс 14% год к году). В июне Сергей Когогин в рамках ПМЭФ сообщил, что планируемый объем производства на 2023 год составит 44 тыс. грузовиков.
- ▶ Заявления гендиректора компании Сергея Когогина о том, что компания в 2022 году увеличила выручку по РСБУ на 6,9% до 267,3 млрд руб. (полную отчетность компания не раскрывала).
- ▶ Сообщения компании о планах получить дополнительную выручку объемом 350 млрд руб. за счет легкового транспорта к 2030 году.

КАМАЗ – лидер роста среди компаний с капитализацией выше 100 млрд руб.

	Изм. цены с начала года, %	Рын. капитализация, млрд руб.
КАМАЗ	145,2	144,91
Совкомфлот	135,2	205,84
Башнефть	114,1	342,24
НМТП	111,3	179,89
ДВМП	95,9	194,66
X5 Group	1,60	231,82
ВСМПО-АВИСМА	1,20	562,64
РУСАЛ	0,84	607,80
Норникель	-2,91	2,27
Росбанк	-8,32	153,90

Источник: МосБиржа

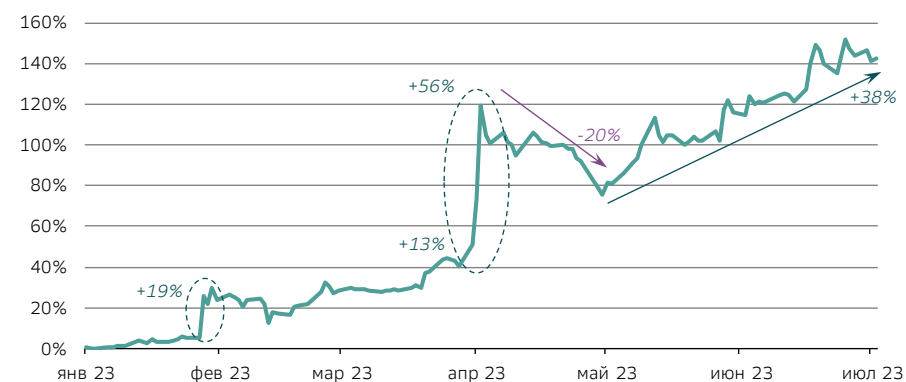
- ▶ Заявления Сергея Когогина о том, что «таких положительных финансовых результатов, как сейчас, у компании не было за последние 20 лет».
- ▶ Государственные субсидии для реализации программы «Льготный лизинг» на сумму 2 млрд руб. Пятая часть (400 млн руб.) из этих средств досталась КАМАЗ-Лизингу.
- **В апреле акции КАМАЗа подорожали еще на 37%.** Причем за первые три торговые сессии апреля котировки взлетели на 56% и пробиты исторический максимум. Из новостей в начале апреля – планы Москвича, технологическим партнером которого является КАМАЗ, собрать 50 тыс. автомобилей в 2023 году, из которых 10 тыс. – с электродвигателем. Среди них – модели Москвич 3 и электрический Москвич 3е. Затем в отсутствие иных значимых новостей бумаги корректировались до середины мая.
- **Ралли возобновилось в мае.** В середине мая котировки компании почти вернулись на исторический максимум, достигнутый в начале апреля. Катализатором была презентация электромобиля Атом, разработанного одноименной дочерней компанией КАМАЗА. По планам Атома, предсерийные образцы могут быть представлены уже в следующем году, а серийное производство начнется в 2025 году. В год обещают выпускать 200 тыс. электрокаров. С того момента бумаги КАМАЗа торговались в восходящем тренде.

А БЫЛО ЛИ ЧТО-ТО НЕГАТИВНОЕ?

- **КАМАЗ теряет долю рынка.** Автостат сообщил, что в первом полугодии 2023 года российский рынок грузовиков вырос более чем на 67%. Лидер рынка – все еще КАМАЗ, но его доля в продажах за этот период снизилась до 25% с 40% годом ранее. Все дело в конкуренции с китайскими производителями – остальные места в топ-5 заняли марки из КНР.
- **КАМАЗ до сих пор не стал акционером Москвича.** В 2022 году КАМАЗ заключил соглашение о паритетных (в равных долях) инвестициях в размере 5 млрд руб. в Москвич с правительством Москвы с обязательством до 1 октября 2022 года приобрести 50%-ю долю в уставном капитале завода. Однако, по данным ЕГРЮЛ, 100% АО МАЗ «Москвич» принадлежит ООО «ЦРТ» – структура, которой через другие компании владеет правительство Москвы. Таким образом, КАМАЗ пока не может консолидировать финансовые результаты Москвича в своей отчетности по МСФО.
- **С января по апрель Москвич продал всего 77 электрокаров.** За первые четыре месяца 2023 года, по словам представителя бренда в мае, Москвич продал всего 77 электрокроссоверов Москвич 3е. Информации от компании по объему продаж Москвича 3е в мае и июне не было. Учитывая, что компания намерена произвести 10 тыс. электрокаров в 2023 году, такой объем продаж кажется невысоким. Продажи модели начались в декабре 2022 года.

В 2023 году хороших новостей для КАМАЗа было достаточно много. Рынок позитивно оценивал сообщения о локализации новых моделей грузовиков, планы по увеличению выпуска и выход в сегмент электрокаров. Тем не менее, объясняют ли эти драйверы рост капитализации КАМАЗа в 2,5 раза с начала года, если учитывать приведенные выше негативные факторы?

Динамика акций КАМАЗа с начала 2023 года



Источник: МосБиржа, SberCIB

КАМАЗ – краткий обзор

КАМАЗ был образован в 1969 году и с тех пор произвел более 2,4 млн машин, став крупнейшей автомобильной корпорацией РФ. Помимо грузовиков и сборочных комплектов (65% выручки) компания производит автобусы, электробусы, автобетоносмесители, прочую технику и запчасти. КАМАЗ традиционно позиционируется в сегменте тяжелых грузовых автомобилей массой от 14 до 40 т.

■ Группа КАМАЗ – крупнейшая автомобильная корпорация РФ.

Компания входит в топ-20 мировых производителей тяжелых грузовых автомобилей. Производственные мощности КАМАЗа – 71 тысяча автомобилей в год. С момента образования в 1969 году и до конца 2022 года компания произвела более 2,4 млн машин. КАМАЗ входит в госкорпорацию Ростех. Коэффициент free float по акциям КАМАЗа – 4%.

■ Основная производственная площадка – в Набережных Челнах.

В этом городе расположены основные заводы производственной цепочки КАМАЗа: литейный, кузнечный, двигателей, прессово-рамный, автомобильный и ремонтно-инструментальный. Крупнейшие предприятия за пределами Набережных Челнов – НЕФАЗ и Туймазинский завод автобетоносмесителей. Всего в Группу КАМАЗ входит более 100 компаний по всему миру.

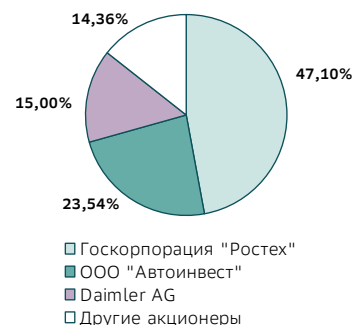
■ **Широкая линейка грузовой техники.** В линейку продукции КАМАЗа входят свыше 60 основных моделей грузовых автомобилей в 1 500 комплектациях. Кроме того, КАМАЗ производит прицепы, автобусы, двигатели, силовые агрегаты и прочую технику. На рынке коммерческих автомобилей компания традиционно позиционируется в сегменте тяжелых грузовиков полной массой от 14 до 40 т. Из новинок за последние годы – электробусы, городские развозные грузовики и магистральный тягач КАМАЗ-54901, первый представитель автомобилей поколения K5.

■ **КАМАЗ экспортировал продукцию в более чем 50 стран в 2021 году.** Выручка от экспортных продаж тогда составила почти 26 млрд руб. Ключевые внешние рынки сбыта КАМАЗа: СНГ, Юго-Восточная Азия, Ближний Восток, Африка, Восточная Европа и Латинская Америка. В структуре экспорта 46% занимают полнокомплектные автомобили, а 54% – сборочные комплекты для предприятий. Сергей Когогин в декабре 2022 года заявлял, что экспорт автомобилей останется стабильным как в 2022, так и в 2023 годах на уровне 4 тыс. штук.

■ **Собственная лизинговая компания.** КАМАЗ-ЛИЗИНГ, одна из крупнейших лизинговых компаний России, является единственной лизинговой компанией, работающей напрямую от производителя.

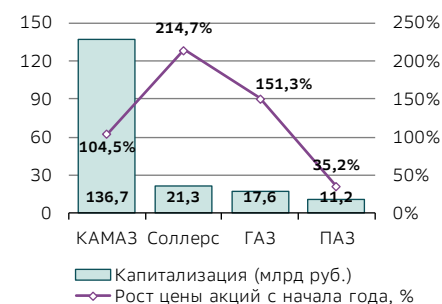
■ **Грузовые автомобили и сборочные комплекты составляют 65% выручки.** В 2021 году (за 2022 год компания не раскрывала отчетность по МСФО) выручка от продаж грузовых автомобилей и сборочных комплектов составила почти 174 млрд руб. Автобусы, электробусы, прицепная техника и автобетоносмесители занимают 14% выручки, а запасные части – 12%.

Основной акционер КАМАЗа – госкорпорация Ростех



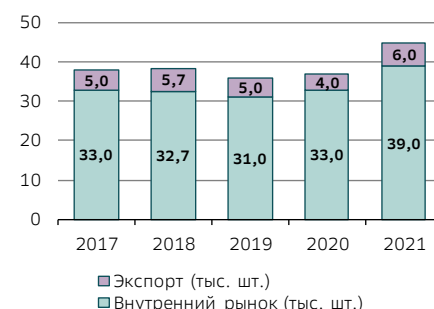
Источник: КАМАЗ

КАМАЗ – крупнейшая публичная автомобильная компания России



Источник: МосБиржа, SberCIB

Структура продаж КАМАЗа по рынкам сбыта (автомобили и сборочные комплекты)



Источник: КАМАЗ

Структура выручки КАМАЗа по типам продукции, млрд руб.



* В том числе прицепная техника и автобетоносмесители

Источник: КАМАЗ, SberCIB

Российский рынок коммерческих автомобилей: вызовы и решения

После введения санкций российский рынок коммерческих автомобилей столкнулся с серьезными трудностями – импорт многих комплектующих попал под ограничения, а большинство западных игроков свернули операции в РФ. Однако в 2023 году рынок начал восстанавливаться – продажи новых грузовых автомобилей и автобусов за первые шесть месяцев выросли соответственно на 67% и 35%. Главный драйвер роста продаж – увеличение предложения китайских моделей. В связи с усилением конкуренции рыночная доля КАМАЗа снизилась.

РЫНОК ГРУЗОВЫХ АВТОМОБИЛЕЙ

- Рынок грузовых автомобилей делится на два сегмента – среднетоннажные и тяжелые грузовики.** К первым относятся автомобили с полной массой от 3,5 до 16 т, а к последним – свыше 16 т. У КАМАЗа есть автомобили в обоих сегментах, однако наибольшую долю рынка компания занимает в сегменте тяжелых грузовиков (КАМАЗ считает таковыми автомобили полной массой свыше 14 т). Тяжелые грузовики подразделяются на бортовые автомобили (флагманские модели КАМАЗа), седельные тягачи, самосвалы и спецтехника (шасси и автомобили с КМУ).
- Продажи новых грузовых автомобилей (обоих сегментов) в 2022 году упали на 16%.** По данным Автостата, всего в прошлом году было куплено 84,2 тыс. грузовиков. Сказались санкции, введенные против российских производителей, а также запрет на импорт комплектующих из недружественных стран. Также на сокращение рынка повлиял уход западных компаний: в частности, операции в РФ свернули MAN, Ford, Scania, Iveco, Mercedes Benz и другие производители.
- КАМАЗ в 2022 году остался лидером рынка.** Лидерство на рынке сохранял КАМАЗ – его доля в прошлом году увеличилась с 35,8% до 37,4%. Тем не менее в абсолютном выражении продажи компании, по данным агентства, снизились почти на 12%. Важно отметить, что статистика Автостата учитывает только зарегистрированные в ГАИ автомобили и не включает в себя госзаказ. На втором месте – китайский бренд Shacman (Shaanxi), который в 2021 году был вне первой пятерки. Доля этой китайской марки на рынке выросла с 2,8% до 11,5%, поскольку ее продажи подскочили в 3,4 раза до 9,7 тыс. штук.
- В 2023 году конкуренция со стороны китайских производителей усилилась.** За январь-июнь текущего года, по данным Автостата, продажи грузовых автомобилей выросли на 67% г/г до 62,7 тыс. штук. Однако продажи КАМАЗа, который остался лидером рынка, за первые шесть месяцев 2023 года увеличились всего на 3% г/г до 15,6 тыс. штук, а его доля на рынке – упала на 15,5 п. п. г/г до 24,6%. Большую

Среднетоннажный грузовик КАМАЗ-4308 (полная масса 11,99 тонн)



Источник: КАМАЗ

Крупнотоннажный грузовик КАМАЗ-54901 (полная масса 19,5 тонн)



Источник: КАМАЗ

КАМАЗ остался лидером рынка новых грузовых автомобилей в 2022 году

Место	Марка	2022 Кол-во, шт.	Доля, %	2021 Кол-во, шт.	Доля, %	Изм., %
1	КАМАЗ	31 496	37,4%	35 707	35,8%	-11,8%
2	SHACMAN (SHAANXI)	9 682	11,5%	2 832	2,8%	241,9%
3	ГАЗ	5 396	6,4%	9 593	9,6%	-43,8%
4	УРАЛ	5 162	6,1%	4 945	5,0%	4,4%
5	FAW	4 536	5,4%	1 759	1,8%	157,9%
6	MAZ	4 388	5,2%	5 525	5,5%	-20,6%
7	HOWO	3 741	4,4%	1 563	1,6%	139,3%
8	SITRAK	3 462	4,1%	–	–	–
9	JAC	2 584	3,1%	1 221	1,2%	111,6%
10	VOLVO	1 808	2,2%	5 773	5,8%	-68,7%
Итого по России		84 196	100,0%	99 752	100,0%	-15,6%

*золотистым цветом обозначены китайские марки

Источник: Автостат

В 2023 году доля КАМАЗа на рынке грузовых автомобилей снизилась на фоне конкуренции

Место	Марка	Янв-июн 2023 Кол-во, шт.	Доля, %	Янв-июн 2022 Кол-во, шт.	Доля, %	Изм., %
1	КАМАЗ	15 457	24,6%	15 050	39,9%	2,7%
2	SITRAK	10 384	16,6%	–	0,0%	–
3	SHACMAN (SHAANXI)	8 597	13,7%	2 770	7,4%	210,4%
4	FAW	5 865	9,4%	666	1,8%	780,6%
5	HOWO	3 671	5,9%	1 239	3,3%	196,3%
6	GAZ	3 191	5,1%	2 989	7,9%	6,8%
7	MAZ	3 064	4,9%	2 027	5,4%	51,2%
8	FOTON	2 147	3,4%	–	0,0%	–
9	JAC	1 619	2,6%	1 010	2,7%	0,6%
10	DONGFENG	1 162	1,9%	–	0,0%	–
Итого по России		62 721	100,0%	37 676	100,0%	66,5%

*золотистым цветом обозначены китайские марки

Источник: Автостат

часть роста продаж в январе–июне обеспечили китайские производители: остальные четыре места в топ-5 заняли компании из КНР. В модельном рейтинге две первые позиции заняли китайские SITRAK C7H и FAW CA3310, хотя в 2022 году их занимали модели КАМАЗа.

■ **Импортозамещение и нацпроекты – ключевые драйверы роста рынка.** Рынок грузовых автомобилей после просадки в 2022 году набирает обороты. По мнению экспертов Автостата, это может быть связано с реализацией крупных национальных инфраструктурных проектов, среди которых транспортные коридоры между Россией и Китаем, а также восстановление новых территорий. Еще из позитива для рынка – эффект отложенного спроса на грузооборот внутри страны, в том числе за счет импортозамещения перевозок.

■ **Рынок грузовых автомобилей в России может вырасти на 36% в 2023 году.** Такую оценку приводят эксперты Автостата. Причем в сегменте среднетоннажных автомобилей продажи вырастут лишь на 4% до 15,6 тыс. машин. Реализация тяжелых грузовиков, по мнению агентства, увеличится на 42% до 98,6 тыс. автомобилей. Положительная динамика на рынке коммерческого транспорта может сохраняться до тех пор, пока будет сохраняться дефицит машин в связи с санкциями. Важным фактором также будут выступать темпы восстановления экономики РФ.

РЫНОК АВТОБУСОВ

■ **Продажи новых автобусов в 2022 году сократились на 7,2%.** По данным Автостата, в прошлом году было реализовано 12 898 единиц автобусов, при этом под конец года падение ускорилося. Лидер на этом рынке в июне – отечественная марка ПАЗ с долей рынка в 2022 году 40%. Далее следуют бренд КАМАЗа – НЕФАЗ (11%), китайский Yutong (9,2%), Volgabus (8,9%) и ЛИАЗ (8,3%).

■ **Рынок автобусов также начал восстанавливаться в 2023 году.** За первые шесть месяцев этого года продажи новых автобусов составили 8 537, что на 35% больше, чем за аналогичный период прошлого года. Как прогнозируют эксперты Автостата, рынок новых автобусов в 2023 году может увеличиться на 22% и достигнуть отметки 15,7 тыс. машин.

■ **Главный фактор поддержки – обновление парков.** Динамика на рынке новых автобусов сильно зависит от федеральных и региональных программ обновлений автобусных парков. Так, КАМАЗ в 2023 году выиграл конкурс на поставку более 400 автобусов (80 городских и 329 пригородных) НЕФАЗ в автопарки Московской области. В марте сообщалось, что первые 80 машин уже были поставлены предприятию «Мострансавто», крупнейшему перевозчику Московской области. Общая сумма контрактов – более 5 млрд руб.

Продажи КАМАЗа отстают от рынка по динамике



Источник: Автостат, SberCIB

Автобус НЕФАЗ-5299



Источник: КАМАЗ

Рынок новых автобусов начал восстанавливаться в конце 2022 года



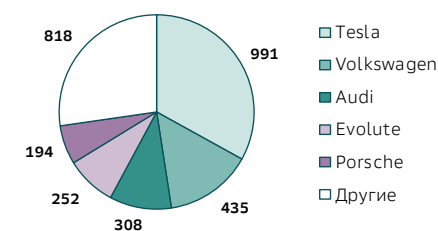
Источник: Автостат, SberCIB

Российские легковые электрокары: есть ли потенциал?

КАМАЗ планирует выходить в сегмент легковых автомобилей и большую ставку делает на электрокары. В России этот рынок только зарождается – в 2022 году было продано всего 3 тыс. новых машин (0,5% от общего количество новых легковых автомобилей), причем большая часть из них – иностранного производства. В 2023 году рост рынка ускорился. Так, за первые шесть месяцев продали уже 4,4 тыс. новых электрокаров, лидерство на рынке делят Volkswagen и российский бренд Evolute. Среди главных драйверов рынка электромобилей в РФ: господдержка и локализация производства.

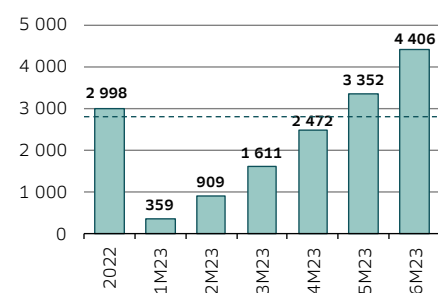
- **В 2022 году россияне купили почти 3 тыс. новых легковых электрокаров.** Это на 33% больше, чем в 2021 году. Доля от общих продаж новых легковых автомобилей – 0,5%. Лидерами рынка были иностранные марки: Tesla, Volkswagen, Audi. Четвертое место занял российский бренд Evolute с результатом в 252 штуки. Продажи машин этой марки начались только осенью 2022 года. Всего в прошлом году жители нашей страны приобрели 100 различных моделей электрокаров. Этому способствовал в том числе параллельный импорт.
- **В 2023 году Evolute вырвался в лидеры.** За январь-июнь этого года в России было продано 4,4 тыс. новых легковых электромобилей, что в 3,5 раза больше, чем за аналогичный период 2022 года. Первые две строчки по количеству продаж делят между собой Evolute и Volkswagen. В июне самыми популярными марками электромобилей в России стали Volkswagen (196 шт.), Tesla (145 шт.), Evolute (144 шт.) и Zeekr (126 шт.).
- **Господдержка – драйвер роста рынка.** С 1 января 2023 года при покупке машины в кредит государство компенсирует покупателям новых отечественных электрокаров 25% от их стоимости. Сумма льготы не может превышать 625 тыс. руб. за одну машину. Стоимость Москвича Ze стартует от 3,5 млн руб., что означает скидку в размере 625 тыс. руб. Такие льготы могут стимулировать потребителей активнее переходить на российские электрокары. Причина в том, что условия получения льгот на покупку бензиновых автомобилей строже – под них попадают только отдельные категории граждан (например, учителя или медработники).
- **В России развивается собственное производство литий-ионных батарей.** Так, в декабре 2022 года Росатом открыл новое сборочное производство литий-ионных систем накопления энергии – ключевого элемента для электротранспорта. Годовой объем выпуска предприятия составляет 2 тыс. тяговых аккумуляторов. Рэнера (входит в Росатом) также реализует проект по строительству в Калининградской области завода по производству литий-ионных ячеек и аккумуляторных батарей с мощностью выпускаемых устройств около 4 ГВт-ч в год. Это

В 2022 году больше всего покупали новые электрокары иностранных производителей



Источник: Автостат, SberCIB

За 5М23 в России было продано 3,4 тыс. новых электрокаров – больше, чем за весь 2022 год



Источник: Автостат, SberCIB

Evolute i-PRO – российский лидер на рынке легковых электрокаров



Источник: Evolute

Москвич Ze – разработанный при поддержке КАМАЗа электрокар Московского автозавода



Источник: Москвич

предприятие должно заработать в 2025 году, а в 2024 году уже запустят сборочный участок.

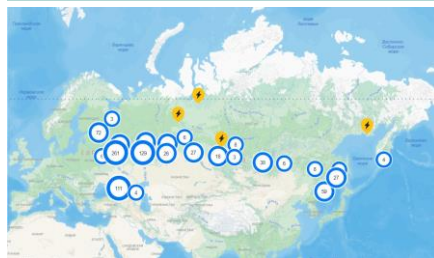
- **Российские электрокары будут использовать в такси.** Так, в апреле мэр Москвы Сергей Собянин объявил о заключении соглашения на поставку 5 тыс. автомобилей Москвич и Москвич 3е для Яндекс.Такси. Столичный таксопарк пополнят 2 тыс. электрокаров. Это 20% от общего планируемого объема производства электрокаров Москвичом в 2023 году.
- **Производство электромобилей в России в 2023 году планируют увеличить в девять раз.** Об этом говорится в сообщении кабмина РФ по итогам сессии по развитию электротранспорта. Таким образом, объем производства российских электрокаров составит до 18 тыс. машин. Доля Москвича может составить 55%.
- **Развитие электротранспорта – стратегический приоритет.** Согласно стратегии развития автомобильной промышленности России до 2035 года электромобили будут составлять до 15% авторынка к 2030 году. Всего в 2023 году участие в проекте по созданию зарядной инфраструктуры для электромобилей примут участие 40 регионов РФ.
- **Среди главных ограничений роста рынка – недостаток зарядных станций в России.** По данным исследования 2ГИС, по состоянию на апрель 2023 года в России работают 1 664 станции зарядки электромобилей. Несмотря на то что это в два раза больше, чем год назад (810), их количество не сравнится с другими странами. Так, в Китае и США их соответственно 4 млн и 140 тыс. Правительство ставит целью увеличить число зарядных станций – к 2024 году, согласно концепции развития производства и использования электротранспорта в РФ, их планируется открыть не менее 9,4 тыс.

Москвич 3е, стилизованный под Яндекс.Такси



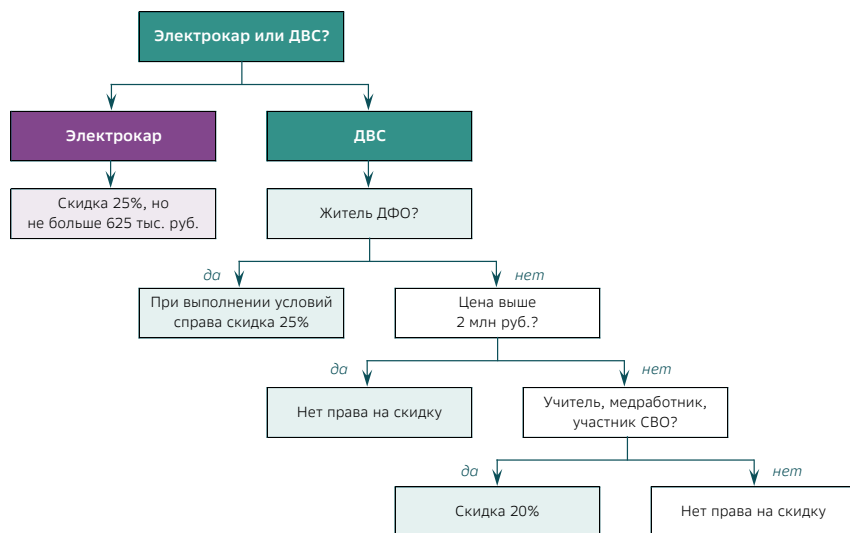
Источник: РИА Новости

Большая часть зарядных станций для электрокаров находится в Москве



Источник: charge.electro.cars

Схема получения льгот при покупке нового российского легкового авто в кредит



Источник: Минпромторг, SberCIB

Место КАМАЗа на российском авторынке

Несмотря на потерю доли рынка в сегменте грузовых автомобилей, КАМАЗ планирует нарастить их производство. Вероятно, компания рассчитывает на высокий спрос со стороны федеральных заказчиков. В сегменте автобусов главным драйвером роста остается обновление автопарка. На рынке легкового электротранспорта есть существенный потенциал, однако для его раскрытия существуют ограничивающие факторы – отдаленные перспективы запуска серийного производства Атома и невысокий уровень развития инфраструктуры зарядных станций.

- **КАМАЗ уступает долю рынка грузовых автомобилей китайским производителям.** Динамика продаж машин КАМАЗа (зарегистрированных в ГАИ) в 2023 году отстает от рыночной из-за высокой конкуренции с китайскими производителями. На этом фоне доля рынка КАМАЗа снизилась до 25% с более чем 40% по итогам 2022 года, а продажи за 6М23 выросли всего на 3% г/г. Несмотря на это, компания планирует произвести 44 тыс. грузовиков в 2023 году, что на 1% больше, чем годом ранее. Вероятно, КАМАЗ рассчитывает на дополнительный спрос на свою продукцию со стороны федеральных заказчиков.
- **Обновление парка автобусов – главный драйвер роста продаж для НЕФАЗа.** Учитывая, что, по прогнозам Автостата, рынок новых автобусов в РФ в этом году может вырасти на 22% до 15,7 тыс. машин, продажи автобусов КАМАЗа могут превысить уровень 2022 года. Поддержку будут обеспечивать заказы со стороны городских и муниципальных транспортных компаний. Так, заказ на 400 новых автобусов НЕФАЗ для Московской области составляет 28% от продаж автобусов этой марки в 2022 году. Если органы власти других регионов также будут обновлять свой парк автобусов, выручка КАМАЗа в этом сегменте может подрасти.
- **Самый существенный долгосрочный потенциал КАМАЗа – на рынке легковых электрокаров.** Российский рынок электрокаров находится в стадии зарождения, однако его темпы роста гораздо выше, чем в других сегментах авторынке благодаря эффекту низкой базы. КАМАЗ может конкурировать с зарубежными производителями за счет господдержки спроса на отечественные электрокары и с российскими – за счет партнерства с другими игроками (например, Яндекс.Такси). Скорость раскрытия этого потенциала могут ограничить следующие факторы:
 - Серийное производство модели Атом может начаться только в 2025 году. К этому времени спрос на электрокары могут удовлетворить китайские производители.
 - Инфраструктура для личного электротранспорта в России только начинает развиваться. В связи с этим объем потенциального спроса на легковые электрокары может быть ограничен даже с учетом государственных льгот на их покупку.

Финансовые показатели КАМАЗа

Последний раз КАМАЗ публиковал полную финансовую отчетность по МСФО за 2021 год, поэтому ниже мы анализируем финпоказатели компании до этого момента. Выручка КАМАЗа в 2017-2021 годах росла в среднем на 15% за счет повышения отпускных цен, но в 2021 году также увеличились объемы продаж – на рынок вышла новая модель К5. Рентабельность по EBITDA КАМАЗа за анализируемый период оставалась в диапазоне 5-7,5%, основная статья затрат – материалы и комплектующие. Большая доля капитальных затрат КАМАЗа приходится на развитие модельного ряда (до 2021 года разработка модели К5) и модернизацию мощностей. Долговая нагрузка КАМАЗа относительно высокая, однако на существенную долю займов выдана государственная гарантия.

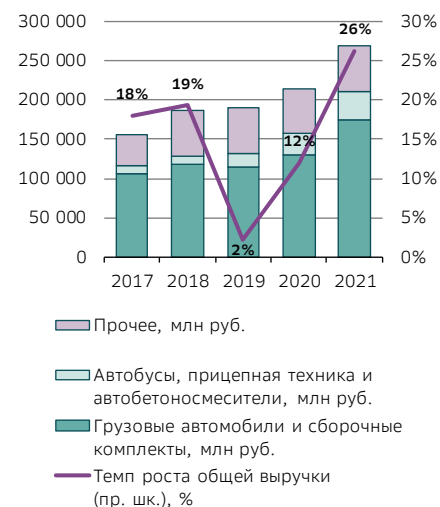
■ **Выручка КАМАЗа стабильно растет.** Среднегодовой темп роста выручки КАМАЗа за 2017-2021 годы – 15%. Стоит отметить, что объем продаж в 2017-2020 годах существенно не менялся, выручки росла в основном за счет повышения отпускных цен. В 2021 году объем продаж грузовиков существенно вырос и составил 44 609 шт., что на 20,5% больше, чем в 2020 году. В основном это обусловлено запуском продаж новой модели линейки К5 – КАМАЗ-54901. Производство этой модели в 2022 году после введения санкций было существенно сокращено, однако в 2023 году возобновилось. КАМАЗ сообщает, что в новой версии модели 70-80% комплектующих – российские, а остальные – китайские.

■ **EBITDA КАМАЗа за пять лет росла в среднем на 26% в год.** А рентабельность по этому показателю в 2020 году превысила 7% и удержалась на этих уровнях в 2021 году. Это связано с тем, что выручка КАМАЗа в эти годы росла быстрее затрат. Себестоимость продаж компании в основном зависит от цен на материалы и комплектующие – за последние пять лет на них приходилось в среднем 75% общей себестоимости. Коммерческие, общехозяйственные и административные расходы в среднем занимают 10% от совокупных операционных затрат.

■ **Основная доля капитальных затрат КАМАЗа приходится на развитие модельного ряда и модернизацию мощностей.** В 2021 году на проекты этой программы пришлось почти 90% совокупных капитальных затрат КАМАЗа. Эта программа, по заявлениям компании, до 2021 года была направлена в том числе на разработку модели К5 и модернизацию производства комплектующих под новую модель. В дальнейшем инвестпрограмма будет сосредоточена на наращивании производственных мощностей, в первую очередь двигателей.

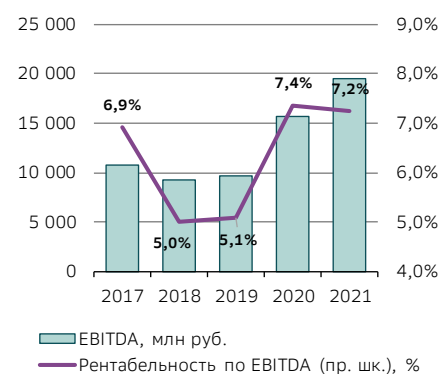
■ **Отношение чистого долга к EBITDA КАМАЗа опустилось ниже 5 только в 2021 году.** Это произошло благодаря опережающему росту EBITDA (на 24%) по сравнению с увеличением чистого долга (13%). Однако долговая нагрузка КАМАЗа все еще остается повышенной. Тем не менее выпущенные облигации на сумму 35 млрд руб. (46% от долгосрочных кредитов и займов) обеспечены государственной гарантией.

Среднегодовой темп роста выручки КАМАЗа за пять лет – 15%



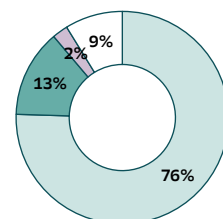
Источник: КАМАЗ, SberCIB

Рентабельность по EBITDA КАМАЗа в 2020 году превысила 7%



Источник: КАМАЗ, SberCIB

Большую часть в структуре себестоимости занимают материалы и комплектующие



Легенда: Материалы и комплектующие (голубой); Затраты на оплату труда (зеленый); Амортизация (розовый); Прочее (серый).

Источник: КАМАЗ, SberCIB

Несмотря на существенную долговую нагрузку, компания генерирует стабильный операционный денежный поток и может рассчитывать на господдержку в случае ухудшения финансового положения, что позволяет говорить о том, что кредитное качество КАМАЗа приемлемое.

Доля капитальных затрат КАМАЗа от выручки снижается



Долговая нагрузка КАМАЗа остается повышенной



Оценка

Справедливая стоимость одной акции КАМАЗа, по нашей модели, – 240 руб., что предполагает потенциал роста на 7% с текущих котировок. Мы использовали метод дисконтированных денежных потоков с долгосрочным темпом роста на уровне 3% и ставкой дисконтирования WACC на уровне 13% с учетом специфической премии за риск (плюс 3 п. п.).

■ Мы оценили справедливую стоимость акций КАМАЗа по методу дисконтированных денежных потоков. Другие методы оценки, по нашему мнению, менее применимы для оценки КАМАЗа.

- ▶ Дивидендные выплаты КАМАЗа довольно волатильны, поэтому оценивать КАМАЗ по методу дисконтированных дивидендов может быть некорректно.
- ▶ Конкуренты компании на автомобильном рынке, например, Соллерс, ГАЗ и ПАЗ, не раскрывали отчетность за 2022 год. Поэтому оценить актуальные мультипликаторы для этих компаний невозможно, в связи с чем оценка сравнительным методом представляется затруднительной.

■ Средневзвешенная стоимость капитала (WACC) с учетом специфического риска КАМАЗа, по нашей оценке, равна 13%. Согласно нашим расчетам, стоимость собственного капитала КАМАЗа составляет 15,1%, а заемного – 10,7%. Доля собственного капитала в структуре общего капитала КАМАЗа – 33,9%, а заемного – 66,1%. Дополнительно мы прибавили 3 п. п. к ставке WACC для отражения специфического риска этой акции в связи с тем, что компания последний раз публиковала отчетность за 2021 год.

■ По нашей модели, справедливая стоимость одной акции КАМАЗа – 240 руб. Это предполагает потенциал роста на 7% с текущих котировок. Долгосрочный темп роста денежного потока, который мы заложили в модель, – 3%.

Прогноз денежного потока КАМАЗа (2022-2027 годы), млн руб.

	2021A	2022	2023	Прогноз				TV
	2024	2025	2026	2027				
Операционная прибыль	12 319	22 203	44 113	49 960	56 438	63 597	71 496	123 783
(+) Амортизация	7 191	7 815	9 918	11 533	13 238	15 040	16 945	32 689
ЕВИТДА	19 510	30 018	54 031	61 494	69 676	78 637	88 441	91 094
(-) Налог на прибыль	-1 619	-3 888	-10 892	-12 787	-15 071	-17 360	-19 870	-22 460
(-) Изменение оборотного капитала	-17 465	9 311	-4 323	-2 982	-3 449	-3 466	-3 639	-4 731
(-) Капитальные затраты	-13 819	-15 559	-16 554	-21 554	-28 127	-29 874	-31 737	-32 689
Денежный поток на инвестированный капитал (FCFF)	-13 393	19 882	22 262	24 171	23 029	27 936	33 195	31 214
Фактор дисконтирования		88%	78%	69%	61%	54%	48%	
Дисконтированный ДП на инвестированный капитал (DFCF)		17 590	17 424	16 737	14 108	15 141	15 917	

Источник: SberCIB

Расчет справедливой цены акции КАМАЗа

Дисконтированные денежные потоки	млн руб.	96 916
Терминальная стоимость	млн руб.	149 182
Стоимость бизнеса итого	млн руб.	246 098
Долгосрочный темп роста	%	3,0%
Ставка дисконтирования	%	13,0%
Налог на прибыль	%	30,0%
Стоимость предприятия	млн руб.	246 098
(+) Денежные средства и их эквиваленты	млн руб.	13 005
(+) Финансовые активы	млн руб.	2 980
(+) Производные финансовые инструменты	млн руб.	7 116
(+) Инвестиции в совместные организации	млн руб.	12 731
(+) Финансовые активы	млн руб.	1 169
(-) Краткосрочные кредиты и займы	млн руб.	-32 451
(-) Долгосрочные кредиты и займы	млн руб.	-76 041
(-) Авансы полученные	млн руб.	-14 465
(-) Резервы предстоящих расходов и платежей	млн руб.	-2 535
Стоимость акционерного капитала	млн руб.	157 607
Стоимость 100% акционерного капитала	млн руб.	157 607
Количество акций	млн	707
Стоимость 1 обыкновенной акции	руб.	223
Дата оценки	31.12.2021	
Сегодняшняя дата	13.07.2023	
Кол-во дней с даты оценки	559	
Коэффициент времени	1,53	
Стоимость 1 обыкновенной акции с учетом времени	руб.	240

Источник: SberCIB

Драйверы роста КАМАЗа

Главным драйвером роста котировок КАМАЗа является восстановление экономики РФ, поскольку спрос на продукцию КАМАЗа зависит от динамики российской промышленности. КАМАЗ может вернуть утраченную в конкуренции с китайскими производителями долю рынка грузовиков, если будет быстро наращивать производство наиболее маржинальных моделей К5. Среди других драйверов роста котировок – возобновление публикации отчетности, развитие отрасли электромобильности и автономного вождения в России и возврат к регулярным дивидендным выплатам.

- **Ключевой катализатор роста акций КАМАЗа – восстановление экономики РФ.** Спрос на продукцию КАМАЗа зависит от динамики российской экономики в целом и отдельных отраслей промышленности в частности. Если экономика и промышленность РФ будут восстанавливаться быстрее, чем ожидалось, продажи КАМАЗа могут превысить наши прогнозы.
- **Скорость наращивания выпуска грузовиков нового модельного ряда.** В 2021 году КАМАЗ произвел около 11 тыс. грузовиков моделей К4 и К5 – наиболее маржинальных из линейки компании. В 2022 году на фоне санкций, которые коснулись импорта важных компонентов для сборки этой модели, производство К4 и К5 снизилось до 4 193 шт. В 2023 году, по заявлениям гендиректора КАМАЗа Сергея Когогина, планируется выпустить 8,5 тыс. грузовиков К5 с уровнем локализации 65-75%. Если компании в 2024-2025 году удастся выйти на уровень производства автомобилей нового модельного ряда, как в 2021 году, это может стать драйвером роста котировок. Выход на докризисные уровни производства моделей К5 также может позволить вернуть долю рынка, утраченную вследствие прихода на российский рынок китайских марок грузовиков.
- **Возобновление публикации финансовой отчетности по МСФО.** КАМАЗ не публиковал консолидированную финансовую отчетность по МСФО с 2021 года. В марте 2023 года Сергей Когогин заявлял, что «таких положительных финансовых результатов, как сейчас, не было как минимум 20 лет». Автопроизводитель не публикует отчетность, поскольку находится под санкциями и не планирует возобновлять публикацию в течение 2023 года. Если это произойдет в будущем, премия за специфический риск, связанная с отсутствием отчетности, сократится и акции могут отреагировать ростом.
- **Развитие отрасли электромобильности и автономного вождения в России.** У КАМАЗа как минимум три проекта в этих областях: электрический легковой автомобиль Москвич Ze, электромобиль Атом и беспилотные грузовики на базе модели К5. Последние, кстати, в июне уже начали поездки по федеральной трассе М-11. Раскрытие потенциала в области электромобильности будет зависеть от продолжения государственного стимулирования спроса и развития инфраструктуры зарядных станций. Еще хорошим драйвером для роста котировок будут любые детали по проекту «Атом». Пока из известного рынку –

планы по началу серийного производства модели в 2025 году и выпуску 200 тыс. автомобилей в год.

- **Возврат к регулярным выплатам дивидендов.** КАМАЗ заплатит дивиденды за 2022 год в размере 1,84 руб. на акцию, что предполагает дивидендную доходность ниже 1%. За последние пять лет до этого КАМАЗ платил дивиденды за 2020 и 2017 годы. Дивидендная политика предполагает выплату 25% от чистой прибыли. Если компания в дальнейшем будет придерживаться своей дивидендной политике и регулярно платить дивиденды акционерам, это может поддержать котировки, хотя дивидендная доходность и не столь существенна.

Риски КАМАЗа

Среди основных рисков КАМАЗа – усиление конкуренции со стороны китайских производителей и сложности с локализацией флагманской обновленной модели K5. Более медленное, чем ожидается, развитие инфраструктуры для отрасли электромобильности в РФ может ограничить рост спроса на российские электрокары, в том числе Москвич 3е. Также премия за риск инвестирования в акции КАМАЗа может быть увеличена в случае затяжной приостановки публикации финансовой отчетности по МСФО.

■ Усиление конкуренции со стороны китайских производителей.

После ухода западных компаний с российского рынка коммерческих автомобилей освободившуюся нишу начали занимать китайские производители. Семь из десяти наиболее популярных в первом полугодии 2023 года марок на рынке грузовых автомобилей – китайские. В связи с усилением конкуренции доля КАМАЗа упала до 24,6% с 39,9% в 1П22. Если КАМАЗу не удастся быстро нарастить выпуск обновленной локализованной модели K5, компания может продолжить уступать долю рынка китайским производителям.

■ Сложности с локализацией модели K5. В рамках прошедшего в июне 2023 года Петербургского международного экономического форума гендиректор КАМАЗа Сергей Когогин сообщил, что в компании отмечают сложности с замещением иностранных комплектующих для производства K5. Он связал это с отдельными прецедентами работы некоторых российских поставщиков. По оценке Сергея Когогина, сейчас степень локализации K5 составляет 65-70%, а заявленная ранее целевая степень – 80%. Если КАМАЗу не удастся в ближайшее время решить вопросы с заменой комплектующих, чтобы степень локализации достигала целевого уровня, скорость наращивания выпуска K5 может быть снижена.

■ Медленное развитие отрасли электромобильности в РФ. На текущий момент количество зарядных станций для электромобилей в России не превышает 2 тыс. штук по сравнению с 4 млн штук в Китае и 140 тыс. штук в США. Если в ближайшие годы инфраструктура для электромобильности в России будет развиваться медленнее, чем предполагалось, этот может ограничить потенциал роста спроса на легковые электромобили со стороны российских потребителей. Тем не менее льготы на покупку электромобилей отечественного производства (рассматривали выше) частично нивелируют данный риск.

■ Продолжение приостановки публикации отчетности. Рынок не видел полной отчетности КАМАЗа по МСФО начиная с 2021 года. В связи с этим для оценки акций КАМАЗа необходимо закладывать дополнительную премию за риск, связанную с отсутствием отчетности. Если КАМАЗ не будет публиковать результаты и за 2023 год, эта премия за риск может вырасти, в связи с чем оценка акций компании может быть снижена.

Ограничение ответственности