



Утренний Express-O



Технический монитор

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

**Силовые машины (Ba2/-/-): итоги 2016 г. по МСФО.**

Силовые машины (Ba2/-/-): итоги 2016 г. по МСФО (**ПОЗИТИВНО**).

Силовые машины отчитались по МСФО за 2016 г. Выручка компании увеличилась 29,3% г/г. до 77,4 млрд руб., а операционная прибыль составила 5,1 млрд руб. после символического убытка по итогам 2015 г. Показатель EBITDA и чистая прибыль показали отрицательную динамику из-за неблагоприятных изменений валютных курсов, однако скорректированный на курсовые разницы показатель EBITDA напротив, вырос в 2,8 раза до 10,8 млрд руб., а Adj. EBITDA margin увеличилась на 7,5 п.п. до 14%.

Долг компании по итогам 2016 г. вырос на 34% г/г до 62,2 млрд руб. в связи с изменениями в оборотном капитале. В то же время благодаря опережающей динамике финансовых показателей долговая нагрузка по метрике Чистый долг/Adj. EBITDA, напротив, сократилась с 5,4х до 4,1х.

Ликвидные выпуски Силовых машин серий БО-1, БО-2, БО-3, БО-4 с дюрацией 1,5-2,2 г., на наш взгляд, сейчас дают одну из лучших возможностей для получения двузначной доходности (УТР 10-10,2%) в реальном секторе с относительно небольшим риском, и мы рекомендуем добавлять их в диверсифицированные портфели.

**Силовые машины
позитивно отчитались
по МСФО за 2016 г...**

**Выручка компании
увеличилась на 29,3% г/г.
до 77,4 млрд руб., Adj.
EBITDA – в 2,8 раза
до 10,8 млрд руб...**

**Портфель заказов в 2017г.
он может увеличиться на
треть до 7,5 млрд долл.,
перспективы бизнеса
хорошие...**

Комментарий. Силовые машины – крупнейшая энергомашиностроительная компания в РФ, которая производит оборудование для гидравлических, тепловых, газовых и атомных электростанций, вчера отчитались по МСФО за 2016 г. Представленные результаты мы оцениваем позитивно. Доходы Силовых машин по итогам года выросли на 29,3% г/г. до 77,4 млрд руб. Согласно пресс-релизу, на рост выручки в основном повлияли активная стадия исполнения проектов АЭС «Куданкулам», АЭС Белорусская, ТЭС «Барх», а также завершение строительства ЖК «Московский квартал», осуществленного дочерней компанией «Силовые машины - Девелопмент». Отметим, что компании удалось также расширить географию бизнеса – доля РФ в структуре выручки сократилась с 68% до 61%.

Операционная прибыль компании вышла на положительную территорию и составила 5,1 млрд руб. после символического убытка по итогам 2015 г. При этом показатели EBITDA и чистой прибыли продемонстрировали негативную динамику, что объясняется, в первую очередь, изменениями валютных курсов. Отрицательные курсовые разницы в 2016 г. составили 3,8 млрд руб. против положительного значения в размере 3,5 млрд руб. в 2015 г. Скорректированный на эти величины показатель EBITDA напротив, вырос в 2,8 раза до 10,8 млрд руб., а рентабельность по EBITDA увеличилась на 7,5 п.п. до 14%. Чистый убыток также мог бы оказаться меньше итоговых 4 млрд руб., если бы не разовый эффект от обесценения гудвилла в размере 1,6 млрд руб.

Портфель заказов Силовых машин на 31 декабря 2016 г. в сумме 5,5 млрд долл. (320 млрд руб.) остался неизменным по сравнению с предыдущим периодом, однако вчера в интервью Интерфаксу директор по экономике и финансам компании В.Чечнев, заявил, что в 2017 г. портфель может увеличиться на 2 млрд долл. Речь идет о крупных контрактах по ТЭС во Вьетнаме и республике Бангладеш. Считаем, что ожидаемое восстановление российской экономики также окажет поддержку бизнесу компании и в 2017 г. можно ожидать дальнейшего роста ее ключевых финансовых показателей.

Ключевые финансовые показатели (МСФО), млрд руб.	Силовые машины (Ваз/-/-)		
	2015	2016	Изм. %
Выручка	59,8	77,4	29,3
Операционная прибыль	-0,1	5,1	-
Курсовые разницы (нетто)	3,5	-3,8	-
EBITDA	7,4	7,1	-4,3
EBITDA margin	12,4%	9,1%	-3,2 п.п.
Adj. EBITDA	3,9	10,8	176,9
Adj. EBITDA margin	6,5%	14,0%	+7,5 п.п.
Процентные расходы	5,3	6,1	14,3
Чистая прибыль	-1,3	-4,0	-
margin	отриц.	отриц.	-
Операционный денежный поток	4,1	-19,5	-
Сарех	1,9	2,3	21,0
	2015	2016	Изм. %
Активы	202,1	201,9	-0,1
Денежные средства и эквиваленты	25,4	17,8	-30,1
Долг	46,4	62,2	33,9
краткосрочный	9,3	17,8	91,5
долгосрочный	37,2	44,4	19,5
Чистый долг	21,0	44,4	111,5
Долг/EBITDA	6,3	8,8	
Чистый долг/EBITDA	2,8	6,3	
Долг/Adj. EBITDA	11,9	5,7	
Чистый долг/Adj. EBITDA	5,4	4,1	

Источники: данные компании, PSB Research

Чистый долг по итогам 2016 г. вырос в 2,1 раза до 44,4 млрд руб. в связи с изменениями в оборотном капитале...

Но благодаря опережающей динамике финансовых показателей отношение Чистый долг/Adj. EBITDA сократилось с 5,4х до 4,1х...

Почти все долги компании рублевые, риски рефинансирования низки...

Несмотря на сильные финансовые результаты, чистый операционный денежный поток компании в 2016 г. стал резко отрицательным: -19,5 млрд руб. против +4,5 млрд руб. в 2015 г. Основной вклад в это изменение внесли авансы, полученные от покупателей (-12,8 млрд руб. против +15,3 млрд руб.) и задолженность покупателей по договорам на строительство (-9,6 млрд руб. против -0,4 млрд руб.). Полагаем, что эти изменения в оборотном капитале отражают специфику ведения бизнеса, основанного на долгосрочных контрактах.

В то же время капитальные инвестиции Силовых машин в 2016 г. увеличились на 21% до 2,3 млрд руб. По словам В.Чечнева, акцент был сделан на обновлении основных фондов предприятий, производящих энергомашиностроительную продукцию. В результате, долг компании по итогам 2016 г. вырос на 33,9% до 62,2 млрд руб., а чистый долг – в 2,1 раза до 44,4 млрд руб. Благодаря опережающей динамике финансовых показателей долговая нагрузка по метрике Чистый долг/Adj. EBITDA, напротив, сократилась с 5,4х до 4,1х. Ожидаем, что тренд на снижение долговой нагрузки сохранится в следующем году.

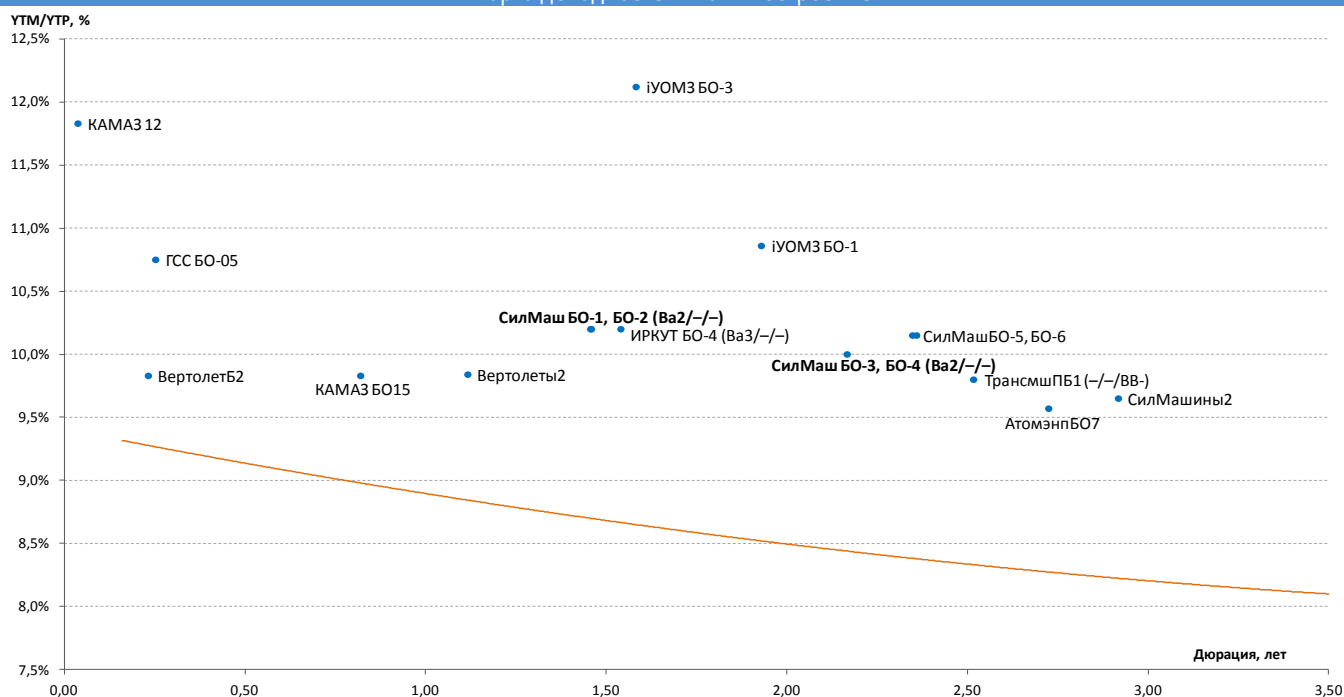
Практически весь кредитный портфель компании номинирован в рублях. Одна половина задолженности (31,3 млрд руб.) представлена необеспеченными займами по ставке 10,60-14,25% с погашением в 2017-2018 гг., а вторая половина – необеспеченными облигациями с датой погашения 2023-2026 гг. По бондам также предусмотрены оферты в 2018-2019 гг. Риски рефинансирования краткосрочных обязательств компании низкие, короткий долг 17,8 млрд руб. полностью покрывается денежными средствами на счетах. Кроме того, с октября прошлого года Силовым машинам без проблем удавалось размещать облигации по рыночным ставкам на общую сумму 30 млрд руб.

Текущий рейтинг Силовых машин был подтвержден агентством Moody's в апреле на уровне «Ваз» с «Негативным» прогнозом. Отметим, что при этом он был выведен из списка на пересмотр с вероятностью снижения на ожиданиях восстановления финансовых показателей компании аналитиками агентства.

Облигации Силовых машин интересны для покупки...

Среди обращающихся на рынке облигаций Силовых машин наиболее ликвидными являются выпуски серий БО-1, БО-2 с офертой в октябре 2018 г. (УТР 10,2%) и серий БО-3, БО-4 с офертой в сентябре 2019 г. (УТР 10,0%). Их доходность предполагает премию к кривой ОФЗ на уровне 170-180 б.п., что выглядит достаточно интересно с учетом хорошей динамики показателей и перспектив бизнеса эмитента. Кроме того, доходности соответствующих по дюреции облигаций компании находятся на одном уровне с выпуском ИРКУТ БО-4 (Ва3/-/-) и предлагают премию 20 б.п. к выпуску ТрансмшПБ1 (-/-/ВВ-), чьи рейтинги находятся на 1 ступень ниже. На наш взгляд, ликвидные выпуски Силовых машин сейчас дают одну из лучших возможностей для получения двузначной доходности в реальном секторе с относительно небольшим риском, и мы рекомендуем добавлять их в диверсифицированные портфели.

Карта доходностей: Машиностроение



Роман Насонов

ПАО «Промсвязьбанк»
PSB Research

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.>
<http://www.psbinvest.>
PSB RESEARCH
Николай Кашеев

Директор по исследованиям и аналитике

KNI@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

АНАЛИЗ ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ
Александр Полютков
Дмитрий Монастыршин
Роман Насонов
Михаил Поддубский

PolyutovAV@psbank.ru

Monastyrshin@psbank.ru

NasonovRS@psbank.ru

PoddubskiyMM@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-98-33

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-78-69

АНАЛИЗ ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА
Евгений Локтюхов
Илья Фролов
Екатерина Крылова
Игорь Нуждин

LoktyukhovEA@psbank.ru

FrolovIG@psbank.ru

KrylovaEA@psbank.ru

NuzhdinIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ
СОБСТВЕННЫЕ ОПЕРАЦИИ
Дмитрий Иванов
Руслан Сибяев
Пётр Федосенко
Константин Квашнин
Евгений Жариков
Михаил Маркин
Алексей Кулаков
Павел Демещик
Евгений Ворошнин
Сергей Устиков
Александр Орехов
Операции на финансовых рынках
FICC
Еврооблигации
Рублевые облигации
ОФЗ, длинные ставки
Опционы на FX, Rates, Equities, Commodities
FX, короткие ставки
Денежный рынок
РЕПО
Акции

+7 (495) 705-97-57

+7 (495) 705-90-69

+7 (495) 705-90-96

+7 (495) 411-5133

+7 (495) 705-9758

+7 (495) 411-5132

+7 (495) 411-5135

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

КЛИЕНТСКИЕ ОПЕРАЦИИ
Ольга Целинина
Александр Аверочкин
Филипп Агрчев
Александр Сурпин
Александр Борисов
Дмитрий Божьев
Виктория Давиташвили
Владислав Риман
Максим Сушко
Олег Рабец,
Александр Ленточников,
Глеб Попов
Игорь Федосенко
Виталий Туруло
Операции с институциональными клиентами Fixed Income
Центр экспертизы для корпоративных клиентов
Конверсии, Хеджирование, РЕПО, DCM, Структурные
продукты
Конверсионные и форвардные валютные операции
Брокерское обслуживание

+7 (495) 705-97-57

+7 (495) 228-39-22

+7 (495) 733-96-28

+7 (495) 705-97-69

+7(495) 411-51-39

© 2017 ПАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ПАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако, ПАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ПАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ПАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.