

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Силовые машины (Ва1/-/-): первичное предложение.

Силовые машины (Ва1/-/-): первичное предложение.

Со столь «длинной» дюрацией на рынке обращается не так много бумаг, не имеющих квазисуверенного риска. Среди них можно назвать бумаги МТС серии 05 (Ва2/ВВ+/ВВ+) и Башнефти (Ва2/-/ВВ). Исходя из их уровней, можно ожидать, что размещение Силовых Машин пройдет в диапазоне доходности 8,8-8,9%, то есть с премией от 60-70 б.п. к бумагам ФСК (Ваа3/ВВВ/-) и РЖД (Ваа1/ВВВ/ВВВ), что является достаточной, на наш взгляд, премией за отсутствие суверенного рейтинга.

Комментарий. В первой половине декабря ОАО «Силовые машины» планирует разместить облигации серии 03 объемом 5 млрд руб. Ориентир по ставке купона – не выше 9%, соответственно доходность к оферте – не выше 9,2%. Срок обращения бумаг – 10 лет.

Напомним, Компания не так давно заявила о себе на долговом рынке: дебютное размещение состоялось в октябре текущего года (см. наш [комментарий](#) от 3 октября). Напомним, среди ключевых факторов инвестиционной привлекательности мы тогда отмечали:

- **Сильные позиции на рынке** – более 70% на рынке СНГ, около 5% мирового рынка по установленным мощностям.
- **Высокая эффективность деятельности** – показатель EBITDA margin последние три года держался выше 20%, что выше уровня международных аналогов. Сказывается в том числе более низкая стоимость труда и эл/энергии, а также проводимый контроль затрат.
- **Низкая долговая нагрузка** – последние годы показатель Net debt/EBITDA держится ниже 0,5х. При этом у Эмитента существует внутреннее ограничение 2,0х. Впрочем, достижение этого значения в среднесрочном периоде маловероятно, поскольку ожидается снижение сарех в силу завершения ряда проектов.

При этом Компания демонстрирует устойчивый cash-flow, хорошую позицию по ликвидности и обеспеченность заказами на ближайшие три года. Также мы обращаем внимание на усиленную акционерную структуру: контролирующим акционером выступает А.Мордашов, среди ключевых активов которого помимо прочего также значатся «Северсталь» (79%) и Nord Gold (85%).

Среди минусов не так много факторов:

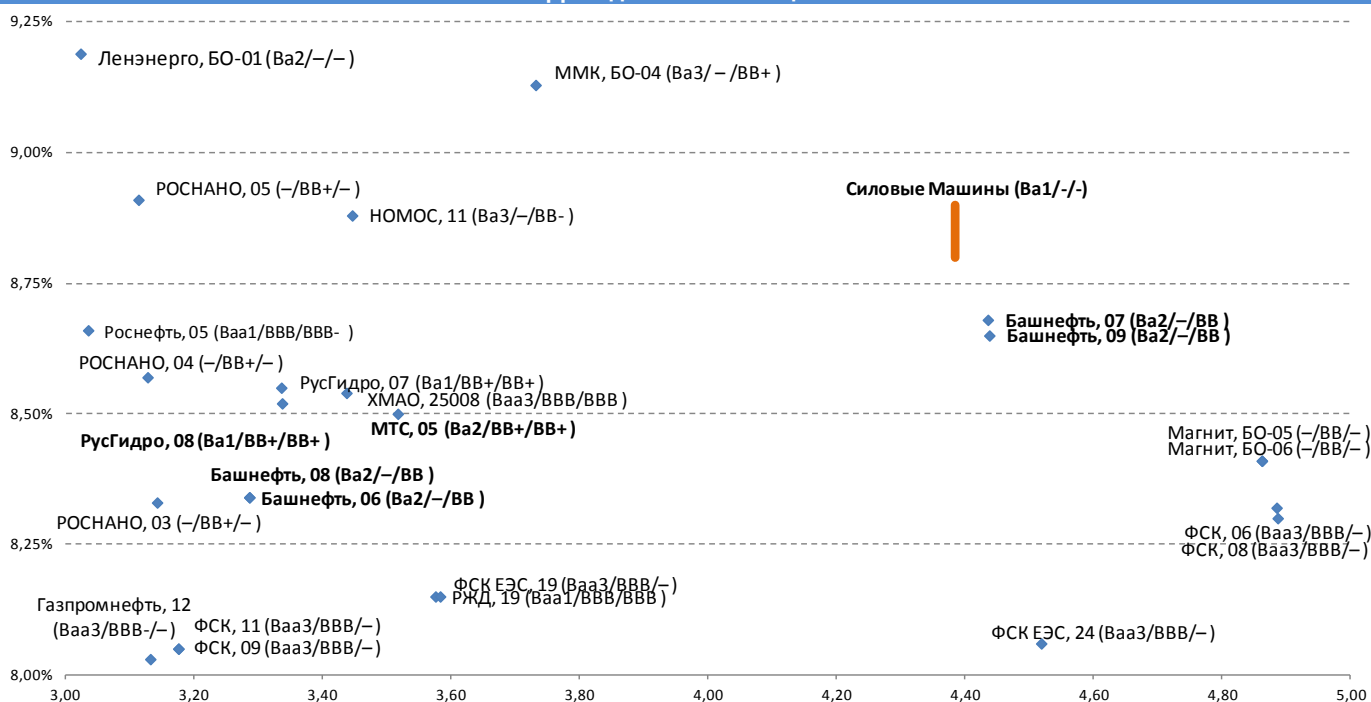
- **Сравнительно небольшие масштабы деятельности** по сравнению с международными аналогами.
- **Географическая концентрация на российском рынке**, на который приходится порядка 80% продаж.

Напомним, что Компания размещалась в октябре, купон сложился на уровне 8,1%, что соответствовало доходности 8,26%. Правда, первый заем был короче – оферта

предлагалась через 3 года. Сейчас речь идет о 5-летнем выпуске.

Отметим, что со столь «длинной» дюрацией на рынке обращается не так много бумаг, не имеющих квазисуверенного риска. Среди них можно назвать бумаги МТС серии 05 (Ba2/BB+/BB+), торгующиеся с доходностью около 8,5% к погашению в июле 2016 года, и Башнефти (Ba2/-/BB) серий 07 и 09, с доходностью 8,7% к оферте в феврале 2020 года. Впрочем, ликвидность данных бумаг достаточно слабая. Исходя из их уровней, можно ожидать, что размещение Силовых Машин пройдет в диапазоне доходности 8,8-8,9%, то есть с премией от 60-70 б.п. к бумагам ФСК (Baа3/BBB/-) и РЖД (Baа1/BBB/BBB), что является достаточной, на наш взгляд, премией за отсутствие суверенного рейтинга. Премия к собственному выпуску составит также 60-70 б.п., что соответствует разнице в дюрации в 1,5 года.

Доходности облигаций



Финансовые показатели Силовые Машины по МСФО

| Ключевые финансовые показатели млрд | Силовые машины | | | | | |
|-------------------------------------|----------------|----------|----------------|----------|----------------|--------|
| | 2011 | 2012 | Изм. % | НУ'12 | НУ'13 | Изм. % |
| Выручка | 1 702,86 | 2 094,60 | 23% | 925,3 | 979,0 | 6% |
| Операционный денежный поток | 398,33 | 101,49 | -75% | 47,0 | 98,4 | 109% |
| Чистый операционный денежный поток | 209,49 | -609,86 | - | -398,5 | 15,8 | - |
| ЕБИТДА | 436,76 | 568,82 | 30% | 220,2 | 222,4 | 1% |
| ЕБИТДА margin | 25,65% | 27,16% | 1,5% | 23,80% | 22,72% | -1,1% |
| % расходы | 14,35 | 43,79 | 205% | 19,6 | 25,2 | 28% |
| Чистая прибыль (убыток) | 323,04 | 377,34 | 17% | 156,9 | 190,5 | 21% |
| Net margin | 18,97% | 18,01% | -1,0% | 17,0% | 19,5% | 15% |
| | 2011 | 2012 | Изм. 2011/2012 | НУ'13 | Изм. 2011/2012 | |
| Активы | 3 133,85 | 4 415,15 | 41% | 4 379,45 | -1% | |
| Основные средства | 544,73 | 847,59 | 56% | 772,04 | -9% | |
| Денежные средства и эквиваленты | 686,40 | 215,74 | -69% | 277,60 | 29% | |
| Долг | 6,94 | 385,51 | >200% | 418,81 | 9% | |
| краткосрочный | 0,60 | 183,05 | >200% | 209,12 | 14% | |
| долгосрочный | 6,34 | 202,46 | >200% | 209,69 | 4% | |
| Чистый долг | -679,46 | 169,77 | - | 141,21 | -17% | |
| Долг/ЕБИТДА | 0,02 | 0,68 | 0,7 | 0,73 | 8% | |
| Чистый долг/ЕБИТДА | отриц. | 0,30 | - | 0,25 | -17% | |
| ЕБИТДА/% расходы | 30,44 | 12,99 | -17,4 | 8,84 | -32% | |

Источники: данные компаний, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

Елена Федоткова

**Контакты:**

ОАО «Промсвязьбанк»

Аналитический департамент

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

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru><http://www.psbinvest.ru>**АНАЛИТИЧЕСКИЙ ДЕПАРТАМЕНТ****Николай Кашеев**

Директор департамента

KNI@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4739

Роман Османов

Главный аналитик по глобальным рынкам

OsmanovR@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7010

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА**Евгений Локтюхов**

LoktyukhovEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4761

Илья Фролов

FrolovIG@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4706

Олег Шагов

Shagov@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4734

Екатерина Крылова

KrylovaEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6731

Игорь Нуждин

NuzhdinIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7011

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВОГО РЫНКА**Игорь Голубев**

GolubevIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4729

Елена Федоткова

FedotkovaEV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4716

Алексей Егоров

EgorovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4748

Вадим Паламарчук

PalamarchukVA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4781

Александр Полютов

PolyutovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6754

Алина Арбекова

ArbekovaAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7117

ТЕХНИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ**Владимир Гусев**

GusevVP@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4783

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ**ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ****Пётр Федосенко**

FedosenkoPN@psbank.ru

+7 (495) 228-33-86

Богдан Круть

KrutBV@psbank.ru

+7 (495) 228-39-22

Иван Хмелевский

Khmelevsky@psbank.ru

+7 (495) 411-51-37

Ольга Целинина

TselininaOI@psbank.ru

+7 (495) 228-33-12

ТОРГОВЛЯ ИНСТРУМЕНТАМИ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ**Юлия Рыбакова**

Rybakova@psbank.ru

+7 (495) 705-9068

Анатолий Павленко

APavlenko@psbank.ru

+7 (495) 705-9069

Андрей Воложев

Volozhhev@psbank.ru

+7 (495) 705-9096

Евгений Жариков

Zharikov@psbank.ru

+7 (495) 705-9096

Денис Семеновых

SemenovykhDD@psbank.ru

+7 (495) 705-9757

Дмитрий Грицкевич

Gritskevich@psbank.ru

+7 (495) 777-1020, доб. 77-4714

ДЕНЕЖНЫЙ И ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК, ДЕРИВАТИВЫ**Андрей Скабелин**

Skabelin@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-56

Иван Заволоснов

ZavolosnovIV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54

Сурпин Александр

SurpinAM@psbank.ru

+7 (495) 228-3924

Виктория Давитиашвили

davitiashviliVM@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

УПРАВЛЕНИЕ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ**Игорь Федосенко**

FedosenkoIY@psbank.ru

+7 (495) 705-97-69

Павел Науменко

NaumenkoPA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17

Виталий Туруло

TuruloVM@psbank.ru

+7 (495) 411-51-39

© 2013 ОАО «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 ОАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако, ОАО «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. ОАО «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. ОАО «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.