



Утренний Express-O



Технический монитор

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

**Силовые машины (Ba2/-/-): первичное предложение.****Северсталь (Ba1/BB+/BB+): итоги 3 кв. и 9 мес. 2015 г. по МСФО.**

Силовые машины (Ba2/-/-): первичное предложение.

Силовые машины сегодня проводят book-building облигаций сразу двух выпусков серий БО-01 и БО-02 по 5 млрд руб. каждый. Ориентир ставки купона составляет 12,35-12,60%, что соответствует доходности 12,73-13,0% к 3-летней оферте. Силовые машины, являясь крупнейшей энергомашиностроительной компанией, удерживают лидирующие позиции на российском рынке и странах СНГ (более 70% рынка). Прогнозируемый размер портфеля заказов на 2015 г. составляет 6,8 млрд долл. Вместе с тем, в текущем году компания увеличила уровень долга из-за резкого снижения прибыльности и роста заимствований – метрика Долг/ЕБИТДА Ltm достигла 2,3х против 1,5х по итогам 2014 г. Но у компании была солидная «подушка» ликвидности в размере 325 млн долл. В целом, умеренный уровень долга и объемы бизнеса позволяют компании исполнять обязательства. Обозначенный индикатив доходности Силовых машин предполагает премию к ОФЗ от 250 б.п., что в сравнении с итогом прошедших размещений корп.эмитентов с рейтингом «BB-/BB» вполне может заинтересовать инвесторов уже по нижней границе и ниже на 15-20 б.п. в условиях сформировавшегося на рынке дефицита первичного предложения.

Силовые машины 23 октября проводят book-building облигаций серий БО-01 и БО-02 по 5 млрд руб. каждый...

Ориентир купона составляет 12,35-12,6%, доходность – 12,73-13% к 3-летней оферте ...

Силовые машины – лидер в энергетическом машиностроении РФ и стран СНГ (доля свыше 70%) с прогнозируемым портфелем заказов 6,8 млрд долл...

Комментарий. Силовые машины сегодня проводят book-building облигаций сразу двух выпусков серий БО-01 и БО-02 по 5 млрд руб. каждый. Ориентир ставки купона составляет 12,35-12,60%, что соответствует доходности 12,73-13,0% к 3-летней оферте. Размещение бондов запланировано на 28 октября.

Напомним, Силовые машины – крупнейшая энергомашиностроительная компания в РФ, которая производит оборудование для гидравлических, тепловых, газовых и атомных электростанций, поставляя его в 57 стран мира. Контролирующим акционером компании является А.Мордашов (владелец Северстали).

Вместе с тем, лидирующие позиции у Силовых машин все-таки на российском рынке и странах СНГ (доля 70%, по данным компании). В 2013-14 гг. компания произвела оборудования суммарной мощностью свыше 7,4 ГВт. Кроме того, компания сообщила, что располагает достаточным объемом заказов для ведения операционной деятельности на ближайшие 3 года. При этом прогнозируемый размер портфеля заказов на 2015 г. составляет 6,8 млрд долл. (по итогам 2014 г. 6,7 млрд долл.).

Отметим, на экспортную выручку Силовых машин в 1 пол. 2015 г. пришлось почти треть из 545 млн долл., при этом компания ставит целью иметь порядка 30-35% экспортных контрактов в портфеле. Годовая выручка компании в последние годы была на уровне 1,8-2 млрд долл.

На экспорт приходится третья часть выручки, целевой показатель экспортных контрактов 30-35% портфеля...

В 1 пол.2015 г. увеличился уровень долга – метрика Долг/ЕБИТДА составила 2,3х против 1,5х ...

Вместе с тем, по итогам 6 мес. 2015 г. долговая нагрузка Силовых машин возросла из-за увеличения долга до 799 млн долл. и резкого снижения прибыльности на фоне удорожания сырья и материалов – метрика Долг/ЕБИТДА Ltm достигла 2,3х против 1,5х по итогам 2014 г.

В то же время у компании имелся солидный запас денежных средств в размере 325 млн долл., которые более, чем на половину покрывали короткий долг 588 млн долл. В целом, умеренный уровень долга и объемы бизнеса вкупе с имеющейся «подушкой» ликвидности позволяют компании исполнять обязательства.

Ключевые финансовые показатели млн долл.	Силовые Машины (Ва2/-/-)			НЛМК (Ва1/ВВ+/ВВВ-)			VimpelCom (Ва3/ВВ/-)			МегаФон (Ва1/ВВ+/+)			АФК Система (В1/ВВ/ВВ-)			ПГК (-/-/ВВ+)					
	2013	2014	Изм. %	1П2014	1П2015	Изм. %	1П2014	1П2015	Изм. %	1П2014	1П2015	Изм. %	1П2014	1П2015	Изм. %	1П2014	1П2015	Изм. %			
Выручка	2 034	1 820	-10,5	878	545	-37,9	5 446	4 356	-20,0	10 091	7 274	-27,9	4 320	2 601	-39,8	8 299	5 748	-30,7	1 296	714	-44,9
Операционный денежный поток	63	-121	-	-98	-15	-	1 019	860	-15,6	2 270	37	-98,4	1 360	785	-42,3	3 307	1 398	-57,7	378	169	-55,3
ЕБИТДА	588	512	-12,9	219	52	-76,4	1 063	1 115	4,9	4 164	2 907	-30,2	1 904	1 156	-39,3	2 465	1 510	-38,7	391	187	-52,2
ЕБИТДА margin	28,9%	28,1%	-0,8 п.п.	24,9%	9,5%	6,1 п.п.	19,5%	25,6%	6,1 п.п.	41,3%	40,0%	-1,3 п.п.	44,1%	44,4%	0,3 п.п.	29,7%	26,3%	-3,4 п.п.	30,2%	26,2%	-4,0 п.п.
Чистая прибыль	393	274	-30,4	125	-13	-	331	491	48,3	139	292	110,1	604	352	-41,8	1 464	1 007	-31,2	-11	-12	-
margin	19,3%	15,0%	-4,3 п.п.	14,2%	отриц	-	6,1%	11,3%	5,2 п.п.	1,4%	4,0%	2,6 п.п.	14,0%	13,5%	-0,5 п.п.	17,6%	17,5%	-0,1 п.п.	отриц	отриц	-
Активы	4 583	3 216	-29,8	3 216	3 447	7,2	10 406	10 689	2,7	41 042	36 687	-10,6	8 136	8 247	1,4	20 173	21 174	5,0	3 271	3 083	-5,7
Денежные средства и эквиваленты	400	335	-16,3	335	325	-2,8	1 102	1 320	19,8	6 342	4 445	-29,9	1 240	1 386	11,8	2 132	1 917	-10,1	117	166	41,7
Долг	786	745	-5,2	745	799	7,2	2 760	2 516	-8,8	26 443	22 349	-15,5	3 688	3 448	-6,5	8 220	8 661	5,4	1 410	1 333	-5,4
краткосрочный	239	427	78,8	427	588	37,9	799	578	-27,7	2 789	2 801	0,4	909	883	-2,9	2 240	1 764	-21,2	432	276	-36,3
долгосрочный	547	318	-41,8	318	211	-33,9	1 962	1 939	-1,2	23 654	19 548	-17,4	2 779	2 565	-7,7	5 980	6 897	15,3	977	1 057	8,2
Чистый долг	386	410	6,3	410	473	15,4	1 658	1 196	-27,9	20 101	17 904	-10,9	2 448	2 062	-15,8	6 087	6 744	10,8	1 293	1 167	-9,7
Долг/ЕБИТДА Ltm	1,3	1,5		1,5	2,3		1,2	1,0		3,3	3,3		0,1	1,2		1,9	2,5		2,2	3,0	
Чистый долг/ЕБИТДА Ltm	0,7	0,8		0,8	1,4		0,7	0,5		2,5	2,7		0,1	0,7		1,4	1,9		2,0	2,6	

Источники: данные компаний, PSB Research

Собственные бонды Силовых машин серии 01 в обращении низколиквидные...

В октябре состоялись размещения корпоративных эмитентов рейтинговой группы «ВВ-/ВВ», уровни могут стать индикативными ...

Облигации Силовых машин вполне могут найти спрос от нижней границы индикатива 12,73% годовых, но нельзя исключать очередного снижения по доходности в ходе book-building на 15-20 б.п...

Напомним, у Силовых машин в обращении имеется один выпуск облигаций серии 01 (УТР 13,05%/0,94 г.), но его торговая активность минимальная. Также на рассматриваемом временном отрезке присутствует выпуск ИРКУТ (Ва3/-/-) БО-04 (УТР 13,47%/2,61 г.), который также низколиквидный. В этом ключе уровни их доходности, скорее, условно показательные для новых бумаг Силовых машин.

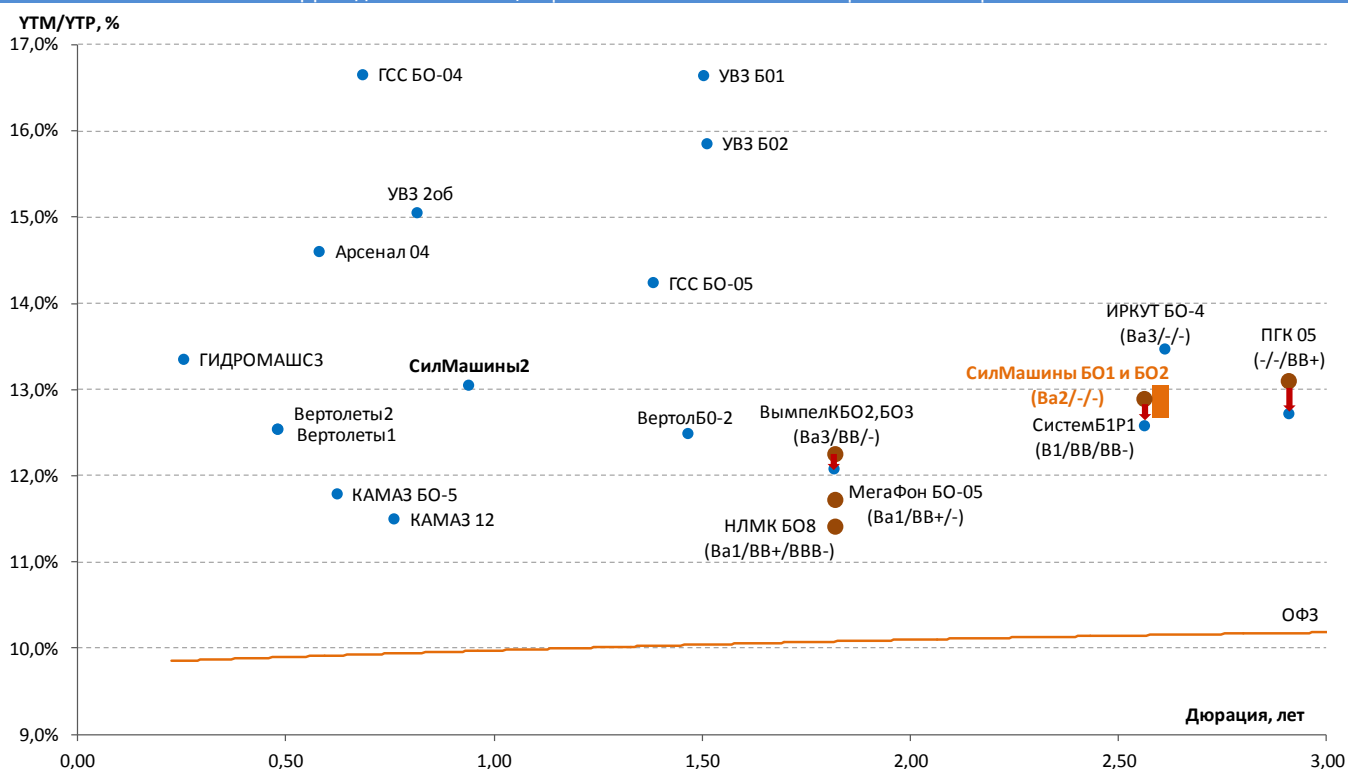
В то же время в октябре состоялись размещения бумаг эмитентов рейтинговой категории «ВВ-/ВВ» (как АФК Система, ВымпелКом), которые после выхода на вторичный рынок в доходности опустились на 15-30 б.п. и на торгуются с премией к кривой ОФЗ порядка 170-230 б.п.

Стоит отметить, что вчера в корпоративном сегмент был побит новый рекорд по ставке при размещении – НЛМК (Ва1/ВВ+/ВВВ-) входе сбора заявок на выпуск БО-08 объемом 5 млрд руб. трижды понижал индикатив ставки – с 11,4-11,6% до 11,1% (снижение на 30-50 б.п.), что соответствует доходности 11,41% годовых к 2-летней оферте.

Вместе с тем, НЛМК, вероятно, сделал ставку на получение минимальной ставки, не став расширять объем предложения в 5 млрд руб. при номинале выпуска 10 млрд руб., хотя переспрос был в 5,1 раза. В свою очередь, для Силовых машин помимо ставки немаловажную роль имеет и солидный объем заимствования (всего 10 млрд руб.). Тем не менее, общий сентимент на рынке благоприятный для размещений крупных корпоратов, как Силовые машины.

Обозначенный индикатив доходности Силовых машин (12,73-13,0% годовых к 3-летней оферте) предполагает премию к ОФЗ от 250 б.п. по нижней границе, что в сравнении итогам прошедших размещений корп.эмитентов с рейтингом «ВВ-/ВВ» вполне может заинтересовать инвесторов в условиях сформировавшегося на рынке дефицита первичного предложения. Нельзя исключать переноса вниз индикатива в доходности на 15-20 б.п.

Доходности облигаций российских эмитентов сектора машиностроение



Александр Полюттов

Северсталь (Ва1/BB+/BB+): итоги 3 кв. и 9 мес. 2015 г. по МСФО.

Северсталь представила результаты за 3 кв. и 9 мес. 2015 г. по МСФО. Выручка в январе-сентябре снизилась на 22% (г/г) до 5 млрд долл., EBITDA прибавила на 5,3% (г/г) до 1,7 млрд долл., EBITDA margin - на 8,8 п.п. до 33,9%. Хотя в 3 кв. EBITDA сократилась на 10,9% к/к до 524 млн долл., а рентабельность EBITDA снизилась на 1,1 п.п. к/к до 31,5%. По выручке и прибыли результаты компании превзошли ожидания рынка, а по EBITDA оказались хуже. Надо отметить, что снижение EBITDA и выручки Северстали в 3 кв. было вполне ожидаемым на фоне сокращения цен на сталь. Причем, за счет роста объемов реализации компания отразила меньшее снижение, чем падение цен. Однако главным разочарование для рынка стало сокращение EBITDA margin в 3 кв. С учетом ослабления рубля в 3 кв. ожидался ее рост, но компания не смогла сократить издержки адекватно обесценению национальной валюты. Размер долга снизился на 27% к 2014 г. до 2,5 млрд долл., метрика Долг/EBITDA составила 1,1х против 1,6х в 2014 г., Чистый долг/EBITDA – 0,4х против 0,7х соответственно. Уровень долга компании остается низким, а риски рефинансирования незначительными. В целом, результаты вряд ли могут сказаться на евробондах Severstal, учитывая общий довольно оптимистичный настрой инвесторов к российскому риску в последнее время, движение вероятно вместе с рынком.

Северсталь представила финансовые результаты за 3 кв. и 9 мес. 2015 г. по МСФО...

Комментарий. Вчера Северсталь представила результаты за 3 кв. и 9 мес. 2015 г. по МСФО. Выручка в январе-сентябре снизилась на 22% (г/г) до 5 млрд долл., EBITDA прибавила на 5,3% (г/г) до 1,7 млрд долл., EBITDA margin - на 8,8 п.п. до 33,9%. Хотя в 3 кв. EBITDA сократилась на 10,9% к/к до 524 млн долл., а рентабельность EBITDA снизилась на 1,1 п.п. к/к до 31,5%.

EBITDA компании оказалась несколько хуже консенсус-прогноза...

EBITDA margin кв./кв. снизилась на 1,1 п.п. до 31,5% из-за сокращения цен на сталь...

Тем не менее, по итогам 9 мес. прибыльность бизнеса остается высокой для сектора – EBITDA margin 34%...

Чистый долг/EBITDA за 3 кв. еще снизилась до 0,4х с 0,6х против 0,7х в 2014 г., что более чем комфортный уровень...

«Подушки» ликвидности достаточно для погашения короткого долга, выполнения Sapex, выплаты дивидендов за 2 кв....

Не ждем заметной реакции на отчетность в евробондах Severstal, движение вероятно вместе с рынком ...

По выручке и прибыли (без учета валютной переоценки) результаты компании превзошли ожидания рынка, а по EBITDA оказались хуже. Надо отметить, что снижение EBITDA и выручки Северстали в 3 кв. было вполне ожидаемым на фоне сокращения цен на сталь. Причем, за счет роста объемов реализации компания отразила меньшее снижение, чем падение цен.

Однако главным разочарование для рынка стало сокращение EBITDA margin в 3 кв. С учетом ослабления рубля в 3 кв. ожидался ее рост, но компания не смогла сократить издержки адекватно обесценению национальной валюты.

Ключевые финансовые показатели млн долл.	Северсталь (МСФО)		
	9 мес. 2014	9 мес. 2015	Изм. %
Выручка	6 418	5 000	-22,1
Операционный денежный поток	1 507	1 446	-4,1
EBITDA	1 610	1 695	5,3
EBITDA margin	25,1%	33,9%	8,8 п.п.
Чистая прибыль	16	676	4125,0
margin	1,0%	13,5%	12,5 п.п.
	2014	9 мес. 2015	Изм. %
Активы	7 553	6 433	-14,8
Денежные средства и эквиваленты	1 897	1 675	-11,7
Долг	3 429	2 504	-27,0
краткосрочный	774	531	-31,4
долгосрочный	2 654	1 973	-25,7
Чистый долг	1 532	830	-45,9
Долг/EBITDA	1,6	1,1	
Чистый долг/EBITDA	0,7	0,4	

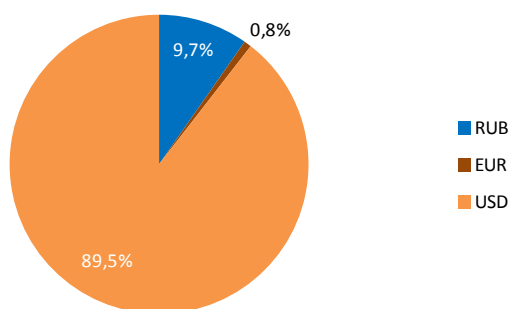
Источники: данные компании, PSB Research

Размер долга Северсталь снизился на 27% к 2014 г. до 2,5 млрд долл., при этом метрика Долг/EBITDA составила 1,1х против 1,6х в 2014 г., Чистый долг/EBITDA – 0,4х против 0,7х соответственно. Короткий долг в 531 млн долл. полностью покрывался денежными средствами на сумму 1,68 млрд долл., к тому же у компании еще имелись невыбранные кредитные линии на 683 млн долл.

Данных средств вполне достаточно и для выплаты дивидендов, которые за 3 кв. вырастут на 4,3%, а их общий объем составит чуть более 11 млрд руб. (свыше 177 млн долл.). Отметим, что уровень долга компании остается одним из самых низких в секторе низким, а риски рефинансирования незначительными.

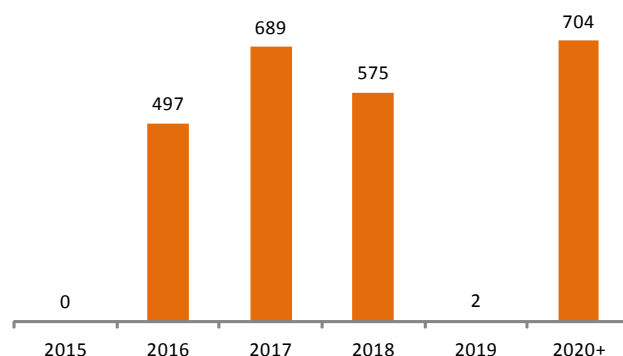
В целом, результаты вряд ли могут сказаться на евробондах Severstal, учитывая общий довольно оптимистичный настрой инвесторов к российскому риску в последнее время, движение вероятно вместе с рынком. Среди бумаг Severstal по доходности привлекательней смотрится Severstal-18 (YTM 4,57%/2,24 г.).

Структура долга Северсталь (на 30.09.2015 г.)



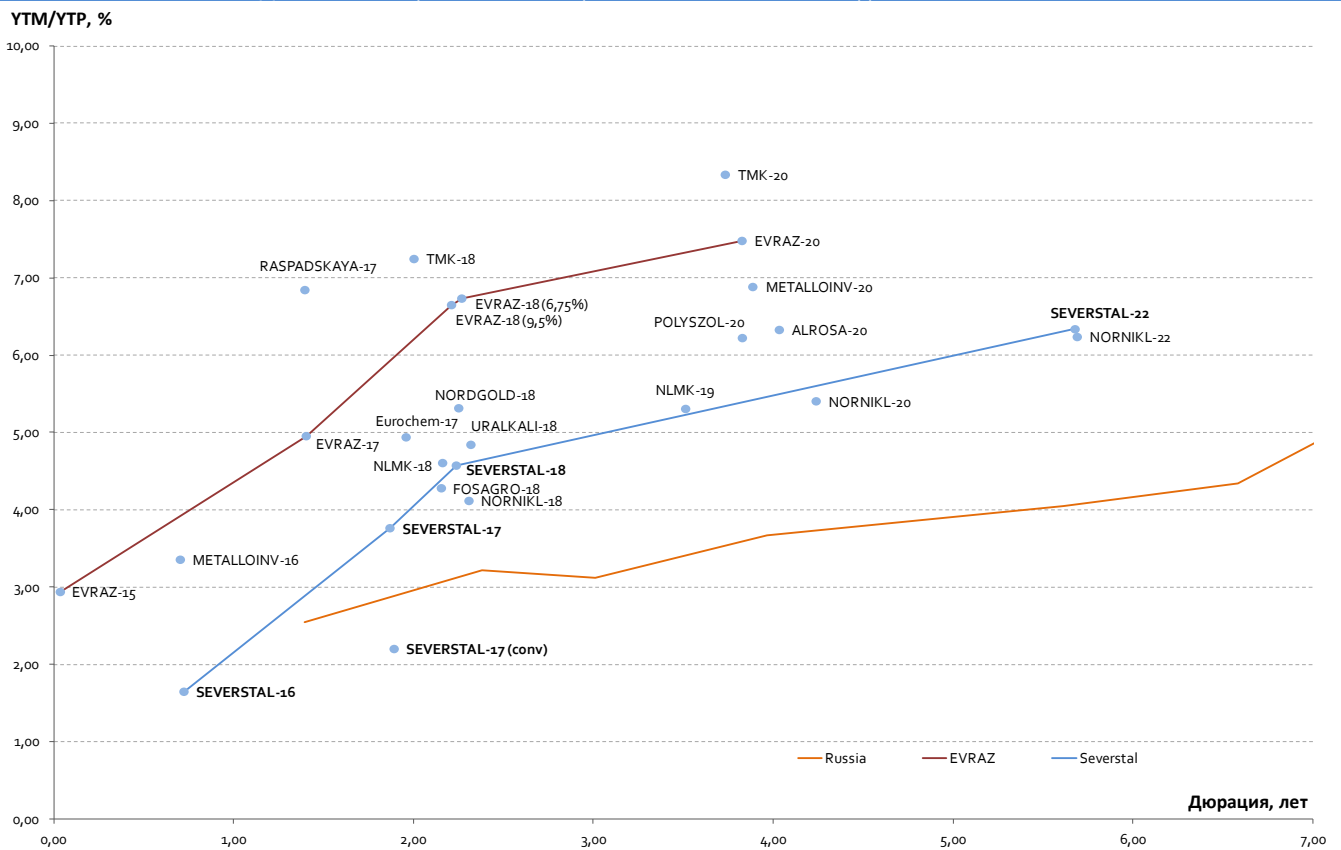
Источники: данные компании, PSB Research

График погашения долга Северсталь (на 30.09.2015 г.)



Источники: данные компании, PSB Research

Доходности еврооблигаций горнодобывающих и металлургических компаний



Александр Полютов

Контакты:

ПАО «Промсвязьбанк»
PSB Research

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22
e-mail: RD@psbank.ru
Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>
<http://www.psbinvest.ru>

PSB RESEARCH

Николай Кашеев

Директор по исследованиям и аналитике

KNI@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

ОТДЕЛ АНАЛИЗА 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

ГРУППА АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

Дмитрий Монастыршин

Дмитрий Грицкевич

Алексей Егоров

Александр Полютов

Monastyrshin@psbank.ru

Gritskevich@psbank.ru

EgorovAV@psbank.ru

PolyutovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВЫХ И ВАЛЮТНЫХ РЫНКАХ

Пётр Федосенко

Ольга Целинина

Дмитрий Иванов

Константин Квашнин

Сibaев Руслан

Евгений Жариков

Борис Холжигитов

Устинов Максим

FedosenkoPN@psbank.ru

TselininaOI@psbank.ru

Ivanovdv@psbank.ru

Kvashninkd@psbank.ru

sibaevrd@psbank.ru

Zharikov@psbank.ru

KholzigitovBS@psbank.ru

ustinovmm@psbank.ru

+7 (495) 228-33-86

+7 (495) 228-33-12

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-35

+7 (495) 705-90-69

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-18

+7 (495) 705-90-96

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

+7 (495) 411-5130

ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Андрей Скабелин

Александр Сурпин

Виктория Давитиашвили

Skabelin@psbank.ru

SurpinAM@psbank.ru

DavitashviliVM@psbank.ru

+7(495) 411-51-34

+7 (495) 228-39-24

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ

Алексей Кулаков

Михаил Маркин

KulakovAD@psbank.ru

MarkinMA@psbank.ru

+7 (495) 411-51-33

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

Павел Науменко

Сергей Устиков

Александр Орехов

Игорь Федосенко

Виталий Туруло

NaumenkoPA@psbank.ru

UstikovSV@psbank.ru

OrekhovAA@psbank.ru

FedosenkoIY@psbank.ru

TuruloVM@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

+7 (495) 705-97-69

+7 (495) 411-51-39

© 2015 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.