

Силовые машины – качественный дебют на долговом рынке



Промсвязьбанк

Кредитный комментарий | Специальный обзор

3 октября 2013 г.

7 октября на один день открывается книга заявок на дебютные облигации ОАО «Силовые машины». 10-летний выпуск с 3-летней офертой объемом 10 млрд руб. предлагается инвесторам с диапазоном доходности 8,26-8,58%.

В целом кредитные метрики и позиции на рынке говорят о довольно высоком кредитном качестве компании. Найти альтернативу новому выпуску на вторичном рынке довольно сложно. Однако более длинный выпуск НЛМК на первичном рынке вполне может создать альтернативу дебюту «Силовых машин».

Мы рекомендуем участие в выпуске «Силовых машин» от уровня доходности в 8,4%.

Деятельность компании сосредоточена, прежде всего, на турбинном, генераторном и котельном оборудовании для электростанций. Компания имеет активы, как на территории России, так и за рубежом, в том числе в Колумбии, Бразилии, Ирландии и Индии. Однако, как мы понимаем, основные производственные площадки, формирующие прибыль, сосредоточены на территории России. Прежде всего, это «Ленинградский Металлургический завод», а также «Завод Турбинных Лопаток» и «Завод Электросила». При этом мы отмечаем как положительный факт, что эти предприятия являются филиалам группы, то есть ОАО «Силовые машины» – эмитент облигационного выпуска – не является исключительно управляющей компанией. Также в 2012 году компания осуществила приобретение ОАО «ЭМА Альянс», ключевым активом которого является завод «Красный котельщик», который занимается производством котлов для электростанций. Помимо этого стоит отметить СП с Toshiba по производству трансформаторов и СП с Siemens по производству газовых турбин. Напомним, что последней компании до 2011 года принадлежало 25% «Силовых машин».

ОАО «Силовые машины» находится под контролем А. Мордашова, среди ключевых активов которого помимо прочего также значатся «Северсталь» (79%) и Nord Gold (85%). Отметим, что, по информации СМИ, в текущем году контроль над «Силовыми машинами» перешел от кипрского оффшора к российской компании. Однако, согласно ежеквартальному отчету компании за 2-й квартал, акционером «Силовых машин» по-прежнему является кипрский Highstat limited.

Мы отмечаем, что как операционный профиль, так и позиции на рынке у компании довольно твердые. Так, «Силовые машины» (далее – СМ) занимают около 60% всего рынка энергогенерирующего оборудования России. При этом, по словам менеджмента, это минимальная доля рынка, и по их прогнозам в

Игорь Голубев
golubevia@psbank.ru

Основные производственные площадки, формирующие прибыль, сосредоточены на территории России.

Компания имеет активы за рубежом, в том числе в Колумбии, Бразилии, Ирландии и Индии

В 2012 году компания приобрела ЭМА Альянс.

До 2011 года 25% принадлежало Siemens.

Основным акционером является Алексей Мордашов.

Доля компании - 60% российского рынка энергогенерирующего оборудования.

ближайшее время ожидается рост. Как мы понимаем, на текущий момент давление иностранных производителей, в том числе китайских, на российский рынок возрастает, однако все же исторические факторы, государственная поддержка отечественных производителей будут поддерживать долю компании. В планах СМ увеличить экспансию на зарубежные рынки. Как мы понимаем, сейчас львиную долю портфеля составляют все же российские проекты. Зарубежные проекты, по нашим подсчетам, составляют порядка 18-20%. В планах СМ увеличить этот показатель до 45-40%, что, по нашему мнению, довольно амбициозная задача. Стратегическими рынками на сегодняшний день для компании являются Индия, страны Латинской Америки и Азии.

Основной продукцией СМ, на которую приходится около трети прибыли, являются паровые турбины. Это основной вид турбин, которые применяется сегодня во всем мире и в России. По итогам 2012 года на долю паровых турбин приходилось около 60% установленной мощности. Вполне логичный вопрос, который может возникать у инвесторов, какая перспектива у рынка энергогенерирующего оборудования в условиях не самых лучших для рынка энерго- и теплогенерации. Прежде всего отметим, что последняя новация российского правительства – замораживание тарифов – не затронет российскую генерацию и скорее отразится положительно вследствие того, что будут заморожены тарифы на газ, а большая часть российских ТЭЦ работают именно на газе. Однако ключевым риском на среднесрочную перспективу является то, что большая часть инвестиционных программ в тепловой генерации находится в стадии завершения и будет закрыта в 2017-2018 гг. Вместе с тем, у компании на сегодняшний день довольно весомый объем невыполненных заказов (orders backlog) - 7,5 млрд долл. – равноценно выручке более чем за три года, что при оферте через три года вполне комфортно инвестору.

Планы довести долю зарубежных проектов с 20% до 45-50%.

Замораживание тарифов не затронет российскую генерацию.

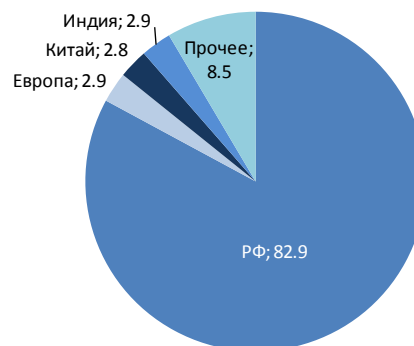
Риском для компании является тот факт, что большинство инвестпроектов в российской тепловой генерации будет завершено в 2017-2018 гг.

...Однако у компании весомый объем портфеля невыполненных заказов равноценный выручке более чем за три года.

Структура изготовленной продукции ОАО «Силловые машины» по стоимостному показателю, 2012 год



Структура выручки ОАО «Силловые машины», 2012 год, %



Источник: данные компании.

В конце июля компании был присвоен рейтинг от Moody's на уровне «Вa1» со стабильным прогнозом. Из пресс-релиза компании: «Присвоенные рейтинги отражают сильные операционные и финансовые результаты компании и наши ожидания, согласно которым компания продолжит демонстрировать столь же сильные показатели и в дальнейшем». Среди факторов, которые могут повысить рейтинг, агентство называет, в том числе улучшение уровня корпоративного управления. На встрече с инвесторами представители компании сказали, что в Совет директоров СМ ввели ряд независимых директоров с целью улучшить корпоративное управление. Вместе с тем, мы не ждем в рамках 1-1,5 лет повышения рейтинга компании.

Финансовые метрики компании в целом не вызывают особых нареканий. Выручка и прибыльность компании остаются достаточно стабильными на протяжении последних трех лет. Одним из рисков в финансовом профиле мы считаем, что в силу специфики деятельности (длительный производственный цикл) у компании может иметь место дефицит собственных средств и кассовые разрывы. Последнее особо актуально, учитывая, что, по словам менеджмента, процент авансирования по текущим договорам сегодня снизился с 30% до 15%. При этом последние три года компания сохраняет довольно весомыми как остатки на счетах, так и положительный операционный денежный поток. По итогам первого полугодия текущего года остатки на счетах составили 277,6 млн долл. (215,74 млрд долл. на начало года), операционный денежный поток – 98,4 млн долл.

Долговая нагрузка у компании не существенная и последние несколько лет остается на комфортном для инвесторов уровне. Так, соотношение Debt/EBITDA последние три года остается ниже единицы. По итогам первого полугодия – Debt/LTM EBITDA составило, по нашим подсчетам, – 0,7х.

Новый выпуск не существенно изменит ситуацию, по нашим подсчетам, метрика может вырасти до уровней в 1,1-1,3х. В компании есть внутренняя ковенанта – 2х Debt/EBITDA, которая также упоминается агентством Moody's как пороговая для рейтинга компании.

На сегодняшний день кредитный портфель представлен поровну краткосрочными и долгосрочными займи. Не исключаем, что новый выпуск будет в том числе направлен на рефинансирование части короткого долга. Вместе с тем, стоит сказать, что не совсем ясны причины выпуска данных облигаций. По сути, компания не нуждается в дополнительном привлечении, особенно учитывая, что, по словам менеджмента, инвестиционная программа будет ниже прошлых лет, т.к. СМ завершили строительство завода в Колпино, а новые M&A сделки не планируются. Вместе с тем, учитывая, что компания планирует увеличить экспансию на зарубежные рынки, мы все же не исключаем, что СМ может приобрести новые активы за рубежом. Добавим, что в начале сентября компания открыла кредитную линию Сбербанка на 12 млрд руб.

Фактором повышения рейтинга может быть повышение уровня корпоративного управления...

...Силовые машины ввели независимых директоров в состав Совета директоров.

Финансовые метрики на комфортном уровне.

Долг/EBITDA последние несколько лет остается ниже 1х.

Внутренняя ковенанта Долг/EBITDA – 2х.

Причины выпуска не совсем ясны. Не исключаем, что компания может приобрести новые активы за рубежом.

Мы отмечаем, что структура активов несколько удивила нас: так, на основные средства приходится всего 17% всех активов, что в целом является довольно низким показателем для машиностроительного сектора. Причина здесь кроется в том, что, как мы понимаем, на сегодняшний день основные средства достаточно изношены. Так, согласно отчетности за 2012 год, амортизация составляла около половины от первоначальной стоимости компании. Стоит сказать, что на конец 2012 года у компании был сформирован довольно большой резерв по просроченной дебиторской задолженности – 731 млн руб. из общей задолженности в 16,7 млрд руб. Сохранилась ли данная просрочка по итогам полугодия нам неизвестно, поскольку компания не дает расшифровок данной статьи в отчетности за первые шесть месяцев текущего года.

Доля основных средств в структуре активов незначительная для машиностроения -17%.

Высокие резервы по просроченной дебиторской задолженности.

Финансовые результаты

Ключевые финансовые показатели млн долл.	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	-
EBITDA	436.76	568.82	30%	220.2	222.4	1%
EBITDA 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. 2011/201	НУ'13	Изм. НУ'13/2012	
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/EBITDA	0.02	0.68	0.7	0.73	0.1	
Чистый долг/EBITDA	отриц.	0.30	-	0.25	-0.1	
EBITDA/% расходы	30.44	12.99	-17.4	8.84	-4.2	

Источники: данные компаний, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

Прямых, ликвидных аналогов на вторичном рынке на сегодняшний день у компании нет. Бумаги Камаза, которому агентство Moody's в конце сентября присвоило рейтинг аналогичный СМ, – довольно низколиквидные инструменты. Исходя из этого, есть смысл рассматривать бумаги схожей рейтинговой категории (Ba1 от Moody's или BB+ от Fitch и S&P). Среди таких эмитентов мы отмечаем: РусГидро (Ba1/BB+/BB+), МТС (Ba2/BB+/BB+), БК Евразия (-/BB+/BB), НЛМК (Ba3/BB+/BBB-). Из бумаг на вторичном рынке

Прямых аналогов на рынке облигаций на сегодняшний день нет.

На вторичном рынке компании с

ближе всего бумаги БКЕвразия1 (Put 06.2016) и МТС 07 (Maturity 11.2017). В части первого эмитента доходность по последним сделкам была на уровне 8,5-8,6%, что ближе к верхней границе указанного диапазона. Стоит отметить, что бизнес Евразии меньше, а один из рейтингов на ступень ниже. Бумаги МТС-07 не отличаются особой ликвидностью, согласно последним сделкам, доходность бонда составила 8,4%. Здесь стоит сказать, что опять же рейтинг от Moody's у компании на ступень ниже СМ, а дюрация – больше.

Вполне неплохую конкуренцию нового выпуска может составить первичное предложение от НЛМК. Компания предлагает выпуск с 4-летней офертой с диапазоном доходности в 8,42-8,68%. На сегодняшний день у компании рейтинг от Moody's выше на ступень - Вааз/Стабильный, и только рейтинг (от S&P BB+) соответствует уровням Силовых машин. Кредитные профили компаний сравнивать довольно сложно, однако масштаб НЛМК значительно больше: размер активов по итогам полугодия – 17,6 млрд долл. при 4,4 млрд у Силовых Машин, однако все же маржа и уровень долговой нагрузки у Силовых машин выглядит привлекательнее. EBITDA margin НЛМК – 12,6%, СМ – 22,7%, Debt/EBITDA НЛМК – 3.0x, СМ – 0,7x.

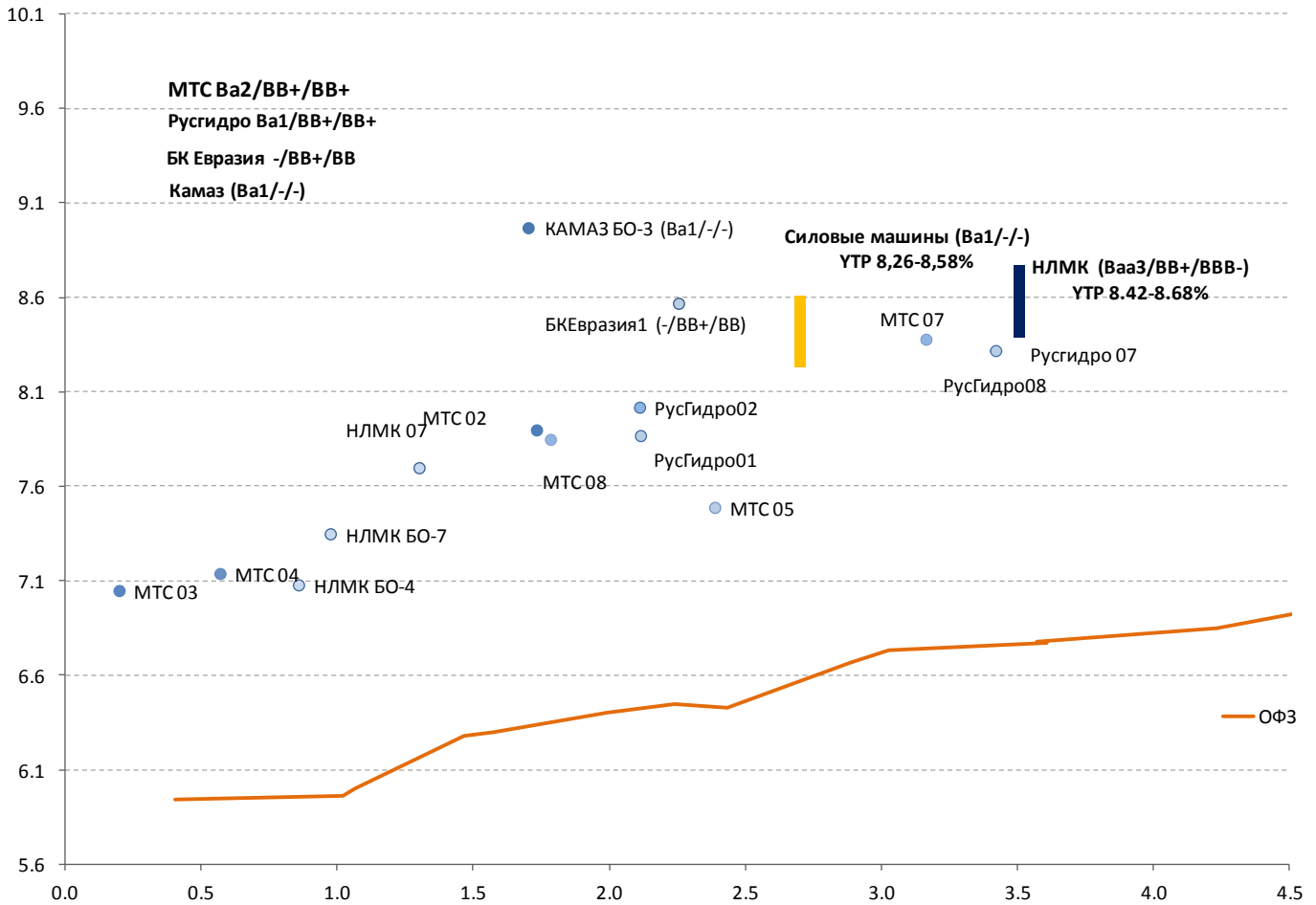
Резюмируя, мы считаем, что уровни, предлагаемые «Силовыми Машинами», выглядит вполне справедливо. Вместе с тем, учитывая дебют компании на локальном рынке облигаций, мы считаем, что участвовать стоит от середины предложенного диапазона, то есть от уровня 8,4% годовых. При этом мы не исключаем, что финальный уровень, учитывая активный спрос на первичном рынке, может быть и на нижней границе, однако в случае снижения ориентиров ниже предполагаемого диапазона мы не видим смысла участвовать в выпуске.

аналогичными рейтинговыми оценками предлагают не столь интересную доходность.

Однако выпуск НЛМК выглядит альтернативой вложений в бумаги СМ.

Мы рекомендуем участвовать в выпуске Силовых машин от уровней в 8,4% годовых.

Карта доходностей бумаг рейтинговой категории Ba1/BB+/BB+



АНАЛИТИЧЕСКИЙ ДЕПАРТАМЕНТ

Николай Кащеев 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

ТЕХНИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ

Владимир Гусев	GusevVP@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4783
-----------------------	-------------------	----------------------------------

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ**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

ТОРГОВЛЯ ДОЛГОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ

Юлия Рыбакова	Rybakova@psbank.ru	+7 (495) 705-9068
Анатолий Павленко	APavlenko@psbank.ru	+7 (495) 705-9069
Андрей Воложев	Volozhev@psbank.ru	+7 (495) 705-9096
Евгений Жариков	Zharikov@psbank.ru	+7 (495) 705-9096
Денис Семеновых	SemenovychDD@psbank.ru	+7 (495) 705-9757
Дмитрий Грицкевич	Gritskevich@psbank.ru	+7 (495) 777-1020, доб. 77-4714

ПРОДАЖИ ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

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

УПРАВЛЕНИЕ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

Игорь Федосенко	FedosenkoIY@psbank.ru	+7 (495) 705-97-69
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.