

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Евгений Чердаков
e.cherdakov@zenit.ru

Кирилл Сычев
k.sychev@zenit.ru

Fesco (BB-/B+): слабый финансовый отчет за 2013 г., евробонды компании были в лидерах падения в ходе "украинских" распродаж

В конце прошлой недели Fesco, крупный логистический оператор, опубликовал финансовую отчетность по МСФО за 2013 г. Мы оцениваем раскрытые показатели как достаточно слабые. По итогам прошлого года компания продемонстрировала умеренное снижение выручки – на 4.8% г/г (до 1 140 млн. долл.), при этом падение EBITDA было куда более ощутимым и составило 24.7% г/г (до 186 млн. долл.), что привело к снижению рентабельности по EBITDA до 16.3% (-4.3 пп г/г). Отметим, что консолидированные показатели компании по-прежнему остаются под давлением слабых результатов в сегментах морских грузоперевозок (выручка сегмента в 2013 г. сократилась на 53.9% г/г, на уровне EBITDA был отражен небольшой убыток) и контейнерных ж/д-перевозок (выручка снизилась на 27.7% г/г, EBITDA – на 64.2% г/г). Сокращение выручки в этих сегментах были частично компенсированы ростом выручки портового сегмента (на 12.4% г/г) и линейно-логистического дивизиона (на 7.9% г/г), а также результатами нового для Fesco и запущенного в 2013 г. сегмента бизнеса – бункеровки (выручка за прошлый год составила 84 млн. долл. или 7.4% от всех доходов). Вместе с тем, сокращение консолидированной EBITDA компании в 2013 г. с точки зрения результатов отдельных сегментов было обусловлено тем, что лишь для портового дивизиона показатель чуть вырос по сравнению с 2012 г., а по всем остальным сегментам (кроме бункеровки) наблюдалось, в лучшем случае, снижение, и наиболее сильное произошло в сегменте ж/д-перевозок – сразу на 46.4% г/г (до 90 млн. долл.). Как отмечает Fesco, слабые результаты ж/д-сегмента были обусловлены общим замедлением экономической активности, в результате чего объем грузоперевозок компании в 2013 г. сократился на 2.8% г/г, а избыток подвижного состава привел практически к двукратному снижению ставок аренды на полувагоны. Что касается морских грузоперевозок, то здесь результаты были вполне ожидаемы с учетом того, что Fesco сворачивает этот сегмент бизнеса.

Свободный денежный поток Fesco (операционный денежный поток за вычетом капвложений и процентных платежей) по итогам 2013 г. оказался в отрицательной зоне и составил -20 млн. долл., что стало следствием значительного сжатия чистого операционного денежного потока (за вычетом процентов), снизившегося на 77.6% г/г (до 26 млн. долл.). Капитальные расходы компании снизились в прошлом году на 28.1% г/г и составили 46 млн. долл., сохранившись на достаточно низком уровне в 0.2x EBITDA. Вместе с тем, динамика денежных потоков Fesco была сосредоточена, в основном, вокруг значительного изъятия средств в пользу акционеров. Напомним, что в 2013 г. Fesco разместила 2 транша евробондов на сумму 875 млн. долл., из которых 824 млн. долл. были выданы в качестве займов текущим акционерам для рефинансирования долга, на который ими Fesco и была приобретена. В отчетности эта операция отражена как безвозмездная выплата в пользу акционеров, а сумма была отнесена на уменьшение капитала. В конечном итоге, чуть больше половины этой суммы была возвращена Fesco, а чистый вывод средств в пользу акционеров составил 401 млн. долл.

Размещение евробондов привело к заметному увеличению задолженности Fesco, которая к концу 4K13 выросла на 37.8% по сравнению с началом года и достигла 1 268 млн. долл. Рост долга, вкпе с сокращением EBITDA и величины капитала, не могли не привести к существенному ухудшению показателей долговой нагрузки Fesco. Так, отношение чистого долга к EBITDA повысилось на конец 4K13 до 5.8x (против 2.8x на начало года), отношение долга к капиталу выросло до 2x (на

Ключевые финансовые показатели Fesco по МСФО за 9M13

млн. долл.	2013	2012	%
Выручка	1 140	1 197	-4.8%
ЕВITDA	186	247	-24.7%
Операционная прибыль	96	23	x4.2
Чистый прибыли/(убыток)	18	(17)	-
Рентабельность по EBITDA	16.3%	20.6%	-4.3 пп
Операционная рентабельность	8.4%	1.9%	6.5 пп
Чистая рентабельность	1.6%	-	-
Операц. ден.поток до изм. ОК	183	213	-14.1%
Чистый операцион. ден. поток*	26	116	-77.6%
CAPEX	46	64	-28.1%
Свободный денежный поток	(20)	52	-

млн. долл.	2013	2012	%
Активы	2 098	2 680	-21.7%
в т.ч. ден. средства и депозиты	191	232	-17.7%
Долг	1 268	920	37.8%
доля краткосрочного долга	13.4%	23.8%	-10.4 пп
Чистый долг	1 077	688	56.5%
Капитал	641	1 532	-58.2%
CAPEX/EBITDA	0.2x	0.3x	-
Долг/EBITDA	6.8x	3.7x	-
Чистый долг/EBITDA	5.8x	2.8x	-
EBITDA/Процентные выплаты	1.6x	4.7x	-
Долг/Капитал	2.0x	0.6x	-

* за вычетом процентных платежей

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ZENIT

начало года – 0.6x), а покрытие процентных платежей EBITDA снизилось до 1.6x (4.7x). В качестве единственного светлого момента можно отметить, пожалуй, лишь благоприятную структуру долга. Размещение евробондов привело к удлинению дюрации долгового портфеля: доля краткосрочных обязательств снизилась к концу 2013 г. до 13.4% против 23.8% на его начало, а первые значимые выплаты по долгу (на 208 млн. долл.) предстоят компании только в 2016 г. Подводя итог, отметим, что, с одной стороны, вряд ли стоит ожидать дальнейшего существенного увеличения долга Fesco, в то же время достигнутого уровня долговой нагрузки, на наш взгляд, уже потенциально достаточно для снижения рейтинга компании от S&P, что будет зависеть, в первую очередь, от того, насколько быстро Fesco сможет восстановить прибыльность ключевых для компании сегментов бизнеса.

В ходе начавшихся в начале марта распродаж, обусловленных обострением ситуации вокруг Украины, евробонды Fesco показали один из худших результатов (заметно хуже выглядел, пожалуй, только лишь абсолютный лидер распродаж – евробонд Распадской), потеряв в цене 12-13 пп, что в несколько раз превышает по масштабам распродажи начала года (оба выпуска потеряли тогда около 4-х фигур в цене), когда инвесторы выходили из бумаг EM на фоне сокращения монетарных стимулов ФРС. Так, FESHURU'18 оттолкнувшись от уровня в 77.72% от номинала, отыграл менее половины потерь и торгуется сейчас около 83% от номинала. На том же уровне находится и немного более длинный FESHURU'20, который начинал рост с локального минимума в 78.21%. Единственный рублевый бонд ДВМП БО-02, будучи не особо ликвидным, в то же временной отрезок корректировался с уровня 101.5% до 97.5%, текущий котировки находятся чуть выше номинала – все это происходило на очень небольших оборотах.

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
--------	------------------	------------------------------------	------------------------------	-----------------------------	----------------	-----------------	---------------------	------------------

Цветом выделены выпуски, по которым идет сбор заявок

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

Последние размещения: корпоративные выпуски

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещенный объем, млн. руб.	Bid cover/Размещ. объем	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Фактическая УТР/УТМ, % годовых	Дата размещения	Амортизация/Дюрация
Вейл Финанс, 01	NR	нет	8 000	н/д / 100%	н/д	8.94	19.03.2014	нет / 4.15 г.
Хорус Финанс, 01	NR	нет	5 000	н/д / 100%	13.42-14.49	13.42	12.03.2014	нет / 3.82 г.
Банк ЗЕНИТ, БО-11	- / Ва3 / ВВ-	да	6 000	н/д / 100%	9.73-9.99	9.99	06.03.2014	нет / 1.43 г.
Номос-Банк, БО-04	- / Ва3 / ВВ-	да	5 000	н/д / 100%	9.20-9.62	9.52	28.02.2014	нет / 1 г.
Трансфин-М, БО-22	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.25	25.02.2014	нет / 2.66 г.
Трансфин-М, БО-23	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.25	25.02.2014	нет / 2.66 г.
Роснефть, БО-01	BBB / Ваa1 / BBB-	да	15 000	н/д / 100%	н/д	9.10	18.02.2014	нет / 4.13 г.
Роснефть, БО-07	BBB / Ваa1 / BBB-	да	20 000	н/д / 100%	н/д	9.10	18.02.2014	нет / 4.13 г.
Бинбанк, БО-04	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	12.36-12.89	12.36	14.02.2014	нет / 1 г.
Совкомбанк, БО-01	B / B2 / -	да	2 000	н/д / 100%	12.36-12.89	12.36	13.02.2014	нет / 0.50 г.
Фарго Финанс, 01	NR	нет	6 000	н/д / 100%	н/д	9.20	12.02.2014	нет / 4.13 г.
ВЭБ-Лизинг, БО-01	BBB / - / BBB	да	5 000	н/д / 100%	8.84	8.84	28.01.2014	нет / 4.15 г.
Прямые инвестиции Финанс, БО-02	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.25	28.01.2014	нет / 2.66 г.
Рислэнд, 01	NR	нет	6 100	н/д / 100%	н/д	9.46	16.01.2014	нет / 4.10 г.
Финстоун, 01	NR	нет	6 200	н/д / 100%	н/д	9.46	16.01.2014	нет / 4.10 г.
Прямые инвестиции Финанс, БО-01	NR	нет	3 327	0.7 / 67%	н/д	10.25	27.12.2013	нет / 1 г.
КИТ Финанс Капитал, БО-02	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 2.66 г.
ЛР-Инвест, БО-02	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 1 г.
ГХК Бор, 01	NR	нет	4 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 4.04 г.
ВЭБ, БО-04	BBB / Ваa1 / BBB	да	до 10 000	н/д / 100%	8.62-8.88	8.67	26.12.2013	нет / 4.12 г.
Глобэкс, БО-09	BB / - / BB	да	1 000	н/д / 100%	н/д	8.25	25.12.2013	нет / 0.5 г.
Трансаэро, БО-02	NR	нет	2 500	н/д / 100%	12.63-12.89	12.89	24.12.2013	нет / 1.83 г.

15.0 УТР/УТМ, (%)

14.5

14.0

13.5

13.0

12.5

12.0

11.5

11.0

10.5

10.0

9.5

9.0

8.5

8.0

7.5

7.0

6.5

6.0

5.5

0

1

2

3

4

5

6

Дюрация (лет)

ОФЗ

Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
 тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36
 WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Константин Поспелов	konstantin.pospelov@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Виталий Киселев	v.kiselev@zenit.ru

Управление продаж

Валютные и рублевые облигации	Юлия Шабанова	j.shabanova@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Максим Симагин	m.simagin@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Александр Валканов	a.valkanov@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Юлия Паршина	y.parshina@zenit.ru

Аналитическое управление

Акции	research@zenit.ru	
Облигации	firesearch@zenit.ru	
Макроэкономика	Владимир Евстифеев	v.evstifeev@zenit.ru
Макроэкономика/кредитный анализ	Кирилл Сычев	k.sychev@zenit.ru
Кредитный анализ	Евгений Чердаков	e.cherdakov@zenit.ru
Количественный анализ	Дмитрий Чепрагин	d.chepragin@zenit.ru
Акции	Евгения Лобачева	eugenia.lobacheva@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала

		ibcm@zenit.ru
Рублевые облигации	Денис Ручкин	d.ruchkin@zenit.ru
	Фарида Ахметова	f.akhmetova@zenit.ru
	Марина Никишова	m.nikishova@zenit.ru
	Вера Панова	vera.panova@zenit.ru
	Алексей Басов	a.basov@zenit.ru
	Екатерина Гашигуллина	e.gashigullina@zenit.ru

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2014 Банк ЗЕНИТ.