

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Корпоративные события

 Евгений Чердаков  
 e.cherdaikov@zenit.ru

 Кирилл Сычев  
 k.sychev@zenit.ru

#### Силовые Машины (Moody's: Ba1/Stable): умеренно негативные данные в финансовом отчете за 1П14, бумаги компании малоликвидны

Вчера финансовую отчетность за 1П14 опубликовала крупнейшая российская энергомашиностроительная компания Силовые Машины. Мы оцениваем раскрытые показатели как умеренно-негативные для кредитного профиля компании. Так, по итогам 1П14 выручка Силовых Машин снизилась на 10.3% г/г (до 878 млн. долл.), а EBITDA – на 18.2% г/г (до 213 млн. долл.). В результате, рентабельность по EBITDA сократилась до 24.2% (-2.3 пп г/г). Учитывая, что более 80% консолидированной выручки Силовых Машин формируется на локальном рынке, значительное влияние на показатели номинированной в долларах отчетности компании оказало снижение курса рубля к доллару в 1П14 (в среднем на 12.7% к 1П13 по данным Bloomberg). В то же время, на сокращение выручки компании в 1П14, насколько мы понимаем, также повлияло снижение поступлений от продаж энергетического оборудования (продажи помимо реализации комплексных проектов “под ключ”, за счет которых, в основном, формируется выручка), которые уменьшились на 42.6% г/г (до 67.6 млн. долл.). Снижение EBITDA и операционной рентабельности стало следствием более медленных темпов сокращения себестоимости, которое в 1П14 составило лишь 4% г/г на фоне 10%-го снижения выручки. Долговая нагрузка Силовых Машин на конец 1П14 хоть и продемонстрировало существенный рост, повысившись до 1.2x чистый долг / EBITDA LTM к концу 1П14, тогда как на начало года она составляла лишь 0.1x

Столь быстрый рост уровня долговой нагрузки стал, главным образом, результатом увеличения долга, который к концу 1П4 вырос в 1.5 раза по сравнению с началом года, достигнув 1 174 млн. долл. Кроме того, этому способствовали и сокращение EBITDA в 1П14, а также уменьшение объема ликвидных активов на балансе к концу отчетного периода. Вместе с тем, несмотря впечатляющие темпы роста, долговая нагрузка Силовых Машин сохранилась на достаточно невысоком уровне.

Свободный денежный поток Силовых Машин пребывал в глубоком минусе по итогам 1П14, составив -126 млн. долл. Дефицит средств стал результатом больших инвестиций в оборотный капитал, которые превысили операционные поступления и привели к формированию отрицательного операционного денежного потока, к чему еще добавились расходы на капитальные инвестиции, которые, впрочем, в 1П14 были невелики, составив 28 млн. долл. (-20.9% г/г) или 0.1x EBITDA. Дефицит средств был с избытком покрыт за счет реализации ликвидных активов (приток на 231 млн. долл.), в результате чего объем накопленной на балансе ликвидности к концу 1П14 снизился на 19.8% к началу года (до 567 млн. долл.). Около 100 млн. из этих же средств было направлено на финансирование дивидендов. Отметим, что в 1П14 акционеры компании осуществили достаточно агрессивные дивидендные изъятия, составившие более 400 млн. долл., финансирование которых потребовало привлечения нового долга и стало основным фактором роста долговой нагрузки. В результате, Силовые Машины превысили внутренний ориентир по максимальному уровню долговой нагрузки: отношение долг / EBITDA LTM не более 2x, тогда как к концу 1П14 показатель составлял 2.3x. В целом, финансовые результаты компании за 1П14, на наш взгляд, нейтральны для текущего кредитного рейтинга Силовых Машин.

Дебютный рублевый бонд компании Силовые Машины 02, размещенный около года назад, характеризуется невысокой ликвидностью. В силу этого, выпуск слабо реагировал на несколько волн распродаж, прошедших по рынку, начиная со 2К14. Последние крупные сделки в бумаге проходили со спрэдом 140-150 бп к кривой ОФЗ, что чуть ниже текущих бидов (около 160 бп к ОФЗ). В то же время, например спрэд по последним крупным сделкам в выпусках входящих в госкорпорацию Оборонпром Вертолетов России (-/Ba2/BB) с сопоставимой дюрацией достигал 180 бп.

#### Ключевые финансовые показатели Силовых Машин по МСФО за 1П14

млн. долл.	1П14	1П13	%г
Выручка	878	979	-10.3%
ЕБИТДА	213	260	-18.2%
Операционная прибыль	174	219	-20.6%
Чистая прибыль	125	191	-34.5%
Рентабельность по EBITDA	24.2%	26.6%	-2.3 пп
Операционная рентабельность	19.8%	22.4%	-2.6 пп
Чистая рентабельность	14.2%	19.5%	-5.2 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	200	253	-20.8%
Чистый операцион. денежный поток	(98)	98	-
CAPEX	28	35	-20.9%
Свободный денежный поток	(126)	63	-

млн. долл.	1П14	2013	%г
Активы	4 923	4 583	7.4%
в т.ч. ликвидные активы	567	707	-19.8%
Долг	1 174	786	49.3%
доля краткосрочного долга	10.4%	30.4%	-20.0 пп
Чистый долг	606	79	x7.7
Капитал	1 066	1 396	-23.6%
CAPEX/EBITDA	0.1x	0.1x	-
Долг/EBITDA LTM	2.3x	1.4x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	1.2x	0.1x	-
EBITDA/Процентные платежи	5.5x	11.2x	-
Долг/Капитал	1.1x	0.6x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Первичный рынок

## Первичный рынок: корпоративные выпуски

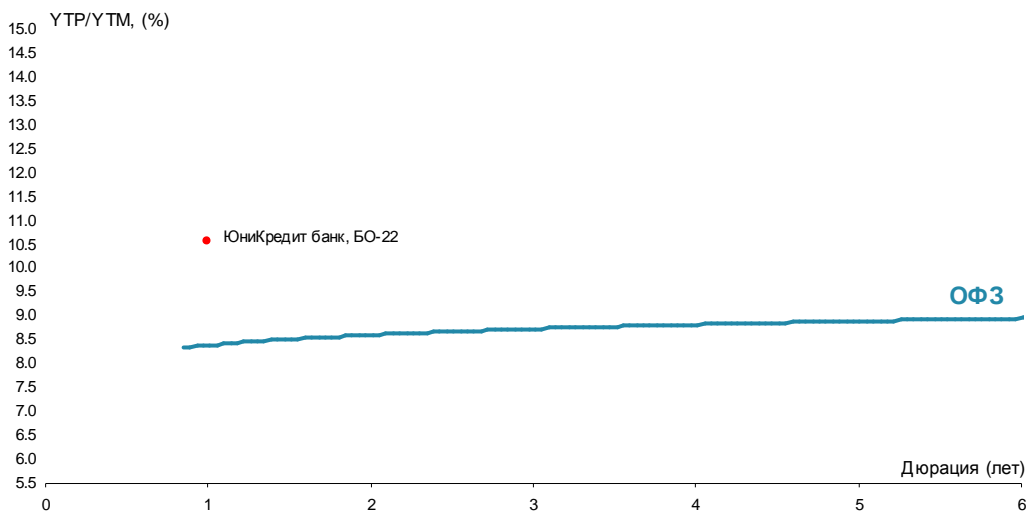
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Юникредит Банк, БО-22	BBB- / - / BBB	да	10 000	10.57	06.08.2014	12.08.2014	нет / 1 г	1 г / 5 лет

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
Внешпромбанк, БО-03 (допвыпуск)	B+ / B2 / -	да	2 000	н/д / 100%	12.60	12.60	31.07.2014	нет / 0.88 г
ВТБ Лизинг Финанс, БО-04	BBB- / - / -	да	8 000	н/д / 100%	н/д	10.22	30.07.2014	да / 0.73 г
Открытие Холдинг, БО-03	NR	нет	5 000	н/д / 100%	12.89-13.42	12.89	30.07.2014	нет / 2.58 г
Трансфин-М, БО-30	NR	нет	2 500	0.8 / 80.1%	10.25-10.51	10.25	18.07.2014	нет / 2.66 г
Банк ФК Открытие, БО-05 (допразм.)	BB- / Ba3 / -	да	5 000	н/д / 100%	10.67-10.79	10.79	16.07.2014	нет / 1 г
Стройжилинвест, 01	NR	нет	3 000	н/д / 100%	н/д	9.20	16.07.2014	нет / 1 г
МКБ, БО-11	BB- / B1 / BB	да	5 000	н/д / 100%	10.99-11.41	11.20	10.07.2014	нет / 1.42 г
МКБ, БО-10	BB- / B1 / BB	да	5 000	н/д / 100%	10.78-11.20	10.78	10.07.2014	нет / 1 г
ВТБ, БО-26	BBB- / Baa2 / -	да	10 000	н/д / 100%	10.00-10.22	9.90	01.07.2014	нет / 1.84 г
Ашинский метзавод, БО-01	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	9.99	30.06.2014	нет / 6.59 г
Трансфин-М, БО-29	NR	нет	2 500	н/д / 100%	н/д	10.78	30.06.2014	нет / 4 г
Альфа-Банк, БО-11	BB+/Ba1/BBB-	да	5 000	н/д / 100%	10.78-11.04	10.51	30.06.2014	нет / 2.65 г
Банк ЗЕНИТ, БО-14	- / Ba3 / BB-	да	6 000	0.3 / 29.2%	н/д	8.68	27.06.2014	нет / 2.7 г
Оборонпром, 03	NR	да	2 927	н/д / 100%	н/д	11.83	27.06.2014	нет / 6.18 г
Балтийский лизинг, 01	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	12.35	27.06.2014	нет / 2.56 г
Балтийский лизинг, 02	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	12.35	27.06.2014	нет / 2.56 г
Газпромбанк, БО-09	BBB- / Baa3 / BBB-	да	10 000	н/д / 100%	9.83-10.04	9.83	27.06.2014	нет / 1.43 г
Банк ЗЕНИТ, БО-13	- / Ba3 / BB-	да	5 000	1.3 / 100%	10.78-11.04	10.78	26.06.2014	нет / 1 г
Абсолют Банк, БО-01 (вторичное)	- / B1 / B+	да	до 5 000	1.0 / 100%	не более 11.04	11.04	25.06.2014	нет / 1.42 г
Фольксваген Банк РУС, 07	BBB- / - / -	да	5 000	7.0 / 100%	10.20-10.46	9.57	25.06.2014	нет / 1.87 г
Россельхозбанк, БО-04	- / Baa3 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	9.78	9.78	25.06.2014	нет / 1 г
Россельхозбанк, БО-07	- / Baa3 / BBB-	да	10 000	н/д / 100%	9.83-10.04	9.78	25.06.2014	нет / 1 г
Кредит Европа Банк, БО-18	- / Ba3 / BB-	да	5 000	1.5 / 100%	11.83-12.36	11.73	23.06.2014	нет / 1 г
АКБ Пересвет, 03	B+ / B3 / -	да	2 000	н/д / 100%	12.63-12.89	12.68	20.06.2014	нет / 0.5 г



# 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>

<b>Начальник Департамента</b>	Кирилл Копелович	<a href="mailto:kopelovich@zenit.ru">kopelovich@zenit.ru</a>
<b>Зам.начальника Департамента</b>	Константин Поспелов	<a href="mailto:konstantin.pospelov@zenit.ru">konstantin.pospelov@zenit.ru</a>
<b>Зам.начальника Департамента</b>	Виталий Киселев	<a href="mailto:v.kiselev@zenit.ru">v.kiselev@zenit.ru</a>

## Управление продаж

Валютные и рублевые облигации	Юлия Шабанова	<a href="mailto:j.shabanova@zenit.ru">j.shabanova@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Максим Симагин	<a href="mailto:m.simagin@zenit.ru">m.simagin@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Александр Валканов	<a href="mailto:a.valkanov@zenit.ru">a.valkanov@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Юлия Паршина	<a href="mailto:y.parshina@zenit.ru">y.parshina@zenit.ru</a>

## Аналитическое управление

Акции	research@zenit.ru	
Облигации	firesearch@zenit.ru	
Макроэкономика	Владимир Евстифеев	<a href="mailto:v.evstifeev@zenit.ru">v.evstifeev@zenit.ru</a>
Макроэкономика/кредитный анализ	Кирилл Сычев	<a href="mailto:k.sychev@zenit.ru">k.sychev@zenit.ru</a>
Кредитный анализ	Евгений Чердаков	<a href="mailto:e.cherdakov@zenit.ru">e.cherdakov@zenit.ru</a>
Кредитный анализ	Дмитрий Чепрагин	<a href="mailto:d.chepragin@zenit.ru">d.chepragin@zenit.ru</a>
Акции	Евгения Лобачева	<a href="mailto:eugenia.lobacheva@zenit.ru">eugenia.lobacheva@zenit.ru</a>

## Управление рынков долгового капитала

		<a href="mailto:ibcm@zenit.ru">ibcm@zenit.ru</a>
Рублевые облигации	Денис Ручкин	<a href="mailto:d.ruchkin@zenit.ru">d.ruchkin@zenit.ru</a>
	Фарида Ахметова	<a href="mailto:f.akhmetova@zenit.ru">f.akhmetova@zenit.ru</a>
	Марина Никишова	<a href="mailto:m.nikishova@zenit.ru">m.nikishova@zenit.ru</a>
	Вера Панова	<a href="mailto:vera.panova@zenit.ru">vera.panova@zenit.ru</a>
	Алексей Басов	<a href="mailto:a.basov@zenit.ru">a.basov@zenit.ru</a>
	Екатерина Гашигуллина	<a href="mailto:e.gashigullina@zenit.ru">e.gashigullina@zenit.ru</a>

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.