

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Корпоративные события

Евгений Чердаков *e.cherdakov@zenit.ru* Кирилл Сычев *k.sychev@zenit.ru*

#### Группа FESCO (SD/-B-): умеренно позитивный финансовая отчетность по итогам 1K15, бумаги компании характеризуются высокими рисками

В конце прошлой недели FESCO опубликовала финансовые результаты по МСФО за 1K15, которые мы оцениваем как умеренно позитивные. Так, несмотря на сокращение выручки компании за прошлый квартал на 15.7% г/г (до 204 млн. долл.), EBITDA выросла на 5.4% г/г (до 37 млн. долл.), что привело к восстановлению рентабельности по EBITDA до 18.1% (рост на 3.6 пп г/г). Долг FESCO к концу 1K15 умеренно вырос к началу года и составил 1 196 млн. долл. (+7.2% к 4K14). В то же время, выросли и остатки денежных средств на балансе, что, вместе с ростом EBITDA в 1K15, позволило снизить долговую нагрузку до уровня в 5.4x чистый долг / EBITDA LTM (против 5.9x на начало года).

Основным фактором, оказавшим влияние на динамику финансовых результатов г/г в прошлом квартале, стала существенная девальвация рубля, которая, с одной стороны, внесла заметный вклад в снижение долларовой выручки, а с другой – привела к сжатию рублевых издержек, обеспечив рост консолидированной EBITDA. Кроме того, выручка FESCO в 1K15 оказалась под давлением слабых результатов портового дивизиона (выручка снизилась на 28.2% г/г), где перегрузка контейнеров сократилась на 17.9% г/г, а перевалка генеральных грузов – на 32.5% г/г. Сильно просели и результаты сегмента ж/д-контейнерных перевозок (выручка упала на 40.1% г/г), где к негативному эффекту от девальвации добавилось и сокращение тарифов в условиях слабого рынка, а также падение объемов перевозок по отдельным категориям грузов. Линейно-логистический дивизион снизил выручку в 1K15 на 29.1% г/г из-за сокращения экспортно-импортного контейнерооборота на 10.2% г/г. Единственными дивизионами, нарастившими выручку в прошлом квартале, оказались морской дивизион (+41.9% г/г) и дивизион бункеровки (+76.5% г/г). Морской дивизион показал во многом восстановительный рост благодаря хорошим результатам ледокольного флота и танкеров, обслуживавших, в том числе и динамично развивающиеся бункеровочные операции FESCO, которые являются новым для компании видом бизнеса.

Свободный денежный поток FESCO по итогам 1K15 оказался не только позитивным, чего не наблюдалось на протяжении предыдущих 3-х кварталов, но и показал кратный рост г/г, составив 41 млн. долл. Формирование свободного денежного потока стало, с одной стороны, результатом увеличения операционных поступлений почти в 2 раза г/г (до 44 млн. долл.), а с другой – значительного сокращения капитальных расходов. Так, CAPEX в 1K15 составил всего 3 млн. долл. (против 18 млн. долл. год назад) или 0.1x от EBITDA. Стоит сказать, что в 2015 г. FESCO планирует снизить давление на свободный денежный поток за счет сведения объема капрасходов до уровня 20-25 млн долл., что является необходимым минимумом для поддержания текущей деятельности. Свободные средства были направлены на пополнение ликвидности на балансе, которая выросла к концу 1K15 до 225 млн. долл. (рост в 3.4 раза к началу года) – здесь, правда, основной вклад внесли неизрасходованные средства от привлечения нового долга.

Долг FESCO вырос к концу 1K15 на 7.2% к началу года и составил 1 196 млн. долл., при этом доля короткого долга хоть и выросла по сравнению с 4K14, но сохранилась на достаточно невысоком уровне в 15.6% (+11.3 пп к 4K14). Учитывая, что львиная доля от нового долга не была израсходована и осела на счетах компании, пополнение запасов ликвидности за счет свободных средств привело к снижению чистого долга. Снижение чистого долга и рост EBITDA 1K15 позволили сократить долговую нагрузку FESCO до 5.4x в терминах чистый долг / EBITDA LTM (на начало года этот показатель составлял 5.9x). Несмотря на снижение, уровень долговой нагрузки компании все еще остается весьма высоким, при этом FESCO еще в состоянии обслуживать долг, хотя покрытие

#### Ключевые финансовые показатели Группы FESCO по итогам 1K15

млн. долл.	1K15	1K14	%
Выручка	204	242	-15.7%
ЕБИТДА	37	35	5.4%
Операционная прибыль	22	12	83.3%
Чистый прибыль/(убыток)	16	(13)	-
Рентабельность по EBITDA	18.1%	14.5%	3.6 пп
Операционная рентабельность	10.8%	5.0%	5.8 пп
Чистая рентабельность	7.8%	-	-

Операц. ден.поток до изм. ОР	34	34	-
Чистый операцион. ден. пото	44	23	91.3%
CAPEX	3	18	-83.3%
Свободный денежный поток	41	5	x8.2

млн. долл.	1K15	2014	%
Активы	1 338	1 286	4.0%
в т.ч. денеж. средства	225	66	x3.4
Долг	1 196	1 116	7.2%
доля краткосрочного долга	15.6%	4.3%	11.3 пп
Чистый долг	971	1 050	-7.5%
Капитал	(14)	(1)	-
CAPEX/EBITDA	0.1x	0.4x	-
Долг/EBITDA LTM	6.7x	6.3x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	5.4x	5.9x	-
EBITDA/Процентные в выплат	1.5x	1.7x	-
Долг/Капитал	-	-	-

\* за вычетом процентных платежей

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

ЕБИТДА процентных платежей в 1К15 и ухудшилось до 1.5х. В целом, результаты 1К15 можно признать умеренно позитивными в том смысле, что они показывают некоторое улучшение кредитных метрик FESCO, в то же время, кредитный профиль компании все еще остается весьма слабым.

Высокие кредитные риски компании нашли отражение и в действиях рейтинговых агентств в течение последних 2-х месяцев. Так, в апреле S&P понизило рейтинг FESCO до “CC”, а в мае – сразу до “SD”. Последнее понижение последовало после завершения выкупа части евробондов компании с рынка. Напомним, что 11 мая FESCO подвела итоги 1 этапа тендера, по результатам которого потратила на выкуп евробондов около 111 млн. долл. (бумаги выпуска FESHRU'18 выкупались по 51% от номинала, а бумаги FESHRU'20 – по 50% от номинала). Кроме того, в конце апреля компания выкупила с рынка около 60% рублевого выпуска по цене 80% от номинала. Отметим, что выкуп евробондов компания частично финансировала за счет размещения нового рублевого выпуска (ДВМП, БО-01) объемом 8.5 млрд. руб. со ставкой первого купона 19% годовых, при этом FESCO удалось разместить 59% от заявленного объема (чуть более 5 млрд. руб.). Возвращаясь к действиям рейтинговых агентств, добавим, что в апреле уже Fitch понизило рейтинг компании с “B” до “B-”, установив по рейтингу “негативный” прогноз и отметив, что не ожидает, что FESCO удастся снизить уровень долговой нагрузки ниже 5х к концу 2015 г.

Новый рублевый бонд FESCO, как и евробонды компании торгуются на уровне 62-63% от номинала, тогда как котировки рублевого выпуска ДВМП, БО-02 находятся чуть выше 79%, зафиксировавшись близко к цене последнего выкупа (80% от номинала). С завершением выкупа евробондов, новости о котором спровоцировали ралли в бумагах, обеспечившее евробондам FESCO почти 2-кратный рост котировок (еще в конце марта они стоили 37%-38% от номинала), покупка бумаг FESCO, на наш взгляд, перестала быть актуальной в качестве distress-актива. Финансовое положение компании остаётся достаточно тяжелым, при этом, несмотря на определенные улучшения, высокая долговая нагрузка компании все так же остается трудноразрешимой проблемой, которая встанет перед FESCO в полный рост в перспективе 3-5 лет.

## Первичный рынок

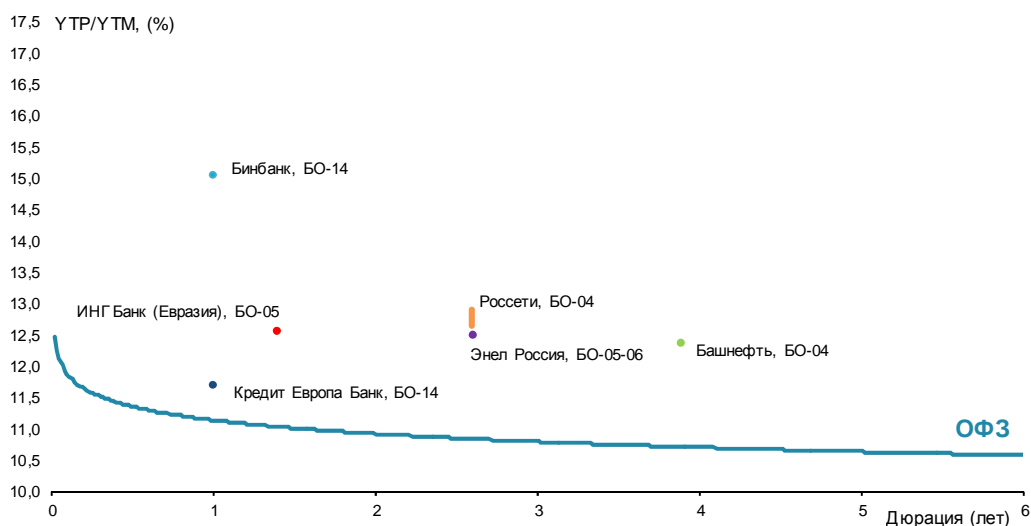
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта Погаше
Кредит Европа Банк, БО-14	- / B1 / BB-	да	5 000	11.68	29.05.2015	02.06.2015	нет / 1 г	1 г / 3
Бинбанк, БО-14	B / - / -	да	5 000	15.03	01.06.2015	03.06.2015	нет / 1 г	1 г / 3
ИНГ Банк (Евразия), БО-05	- / Ba2 / BBB-	да	10 000	12.55	28.05.2015	03.06.2015	нет / 1.39 г	1.5 г / 5
Энел Россия, БО-05	- / Ba3 / -	да	2 000	12.47	26.05.2015	04.06.2015	нет / 2.60 г	3 г / 10
Энел Россия, БО-06	- / Ba3 / -	да	3 000	12.47	26.05.2015	04.06.2015	нет / 2.60 г	3 г / 10
Россети, БО-04	BB+ / Ba2 / -	да	10 000	12.63-12.89	03.06.2015	08.06.2015	нет / 2.59 г	3 г / 10

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	Амортиз. Дюрация
Башнефть, БО-04	- / Ba1 / BB	да	5 000	н/д / 100%	н/д	12.36	01.06.2015	нет / 3.
Банк "Образование", 01	- / B3 / -	да	1 400	н/д / 100%	н/д	15.03	29.05.2015	1 г / 3
Ростелеком, БО-01	BB+ / - / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	12.10-12.36	12.04	29.05.2015	нет / 1.
ГСС, БО-05	- / - / BB-	да	3 000	н/д / 100%	16.64-17.18	17.07	28.05.2015	нет / 1.
Металлоинвестбанк, БО-02	- / B2 / -	да	2 000	н/д / 100%	15.56-16.10	15.03	28.05.2015	нет / 0.
Башнефть, БО-03	- / Ba1 / BB	да	5 000	н/д / 100%	н/д	12.36	27.05.2015	нет / 3.
РЖД, БО-03	BB+ / Ba1 / BBB-	да	15 000	н/д / 100%	11.83-12.10	12.10	22.05.2015	нет / 4.
МИБ, 02	- / Baa1 / BBB-	да	3 000	н/д	13.96-14.49	13.69	29.04.2015	нет / 1.
Магнит, 02	BB+ / - / -	да	5 000	н/д / 100%	12.47	12.47	15.05.2015	нет / 1.
Магнит, 03	BB+ / - / -	да	5 000	н/д / 100%	12.47	12.47	15.05.2015	нет / 1.
МИБ, 02	- / Baa1 / BBB-	да	3 000	н/д	13.96-14.49	13.69	29.04.2015	нет / 1.
Русгидро, БО-09	BB / Ba2 / BB+	да	10 000	3.0 / 100%	13.42-13.69	13.16	28.04.2015	нет / 2.
О'Кей, БО-05	- / - / B+	да	5 000	н/д / 100%	16.10-16.64	16.37	28.04.2015	нет / 1.
ЛК Уралсиб, БО-20	NR	нет	1 500	н/д / 100%	н/д	10.92	21.04.2016	нет / 2.
ЛК Уралсиб, БО-21	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	10.92	21.04.2016	нет / 2.



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

## Управление продаж

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		<a href="mailto:research@zenit.ru">research@zenit.ru</a>
Облигации		<a href="mailto:firesearch@zenit.ru">firesearch@zenit.ru</a>
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	Наталья Толстошеина	<a href="mailto:n.tolstosheina@zenit.ru">n.tolstosheina@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.