

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Наталья Толстошеина
n.tolstosheina@zenit.ru

Дмитрий Чепрагин
d.chepragin@zenit.ru

ФСК ЭЭС (BB+/Ba1/BVV-): сильные финансовые результаты за 1К16

Вчера ФСК ЭЭС опубликовала отчетность за 1К16, результаты которой мы оцениваем как сильные. В 1К16 компания отразила заметный рост выручки и EBITDA г/г. Кроме того, долговая нагрузка в терминах net debt/EBITDA LTM уменьшилась до 1.9x на 31.03.2016.

В 1К16 выручка компании выросла на 23.4% г/г до 52.5 млрд руб. Росту доходов компании способствовали повышение тарифов за услуги по передаче электроэнергии с 01.07.2015 на 7.5%, увеличение выручки от продажи электроэнергии и технологического присоединения к сетям, а также оказание строительных услуг. В 1К16 отпуск электроэнергии потребителям уменьшился на 0.8% г/г до 137.6 млрд кВтч. В отчетном периоде EBITDA компании увеличилась на 14.7% г/г до 29.2 млрд руб., при этом EBITDA margin уменьшилась на 4.2 пп г/г до 55.6%.

В 1К16 чистый операционный денежный поток ФСК ЭЭС сократился на 39.7% г/г до 15.2 млрд руб. в результате увеличения оборотного капитала в отчетном периоде на 3.2 млрд руб. (в 1К15 в результате его сокращения компания аккумулировала 6 млрд руб.) В 1К16 расходы ФСК ЭЭС на CAPEX уменьшились на 16.2% г/г до 18.3 млрд руб. Тем не менее, отчетный период ФСК ЭЭС завершила с небольшим отрицательным свободным денежным потоком в размере -3.1 млрд руб., дефицит которого компания финансировала за счет реализации основных средств на 2.3 млрд руб. и полученных процентов в размере 1.4 млрд руб. В отчетном периоде компания сохранила большую подушку ликвидности в виде остатка денежных средств и краткосрочных депозитов (59 млрд руб.), превышающую весь объем краткосрочного долга.

Совокупный долг ФСК ЭЭС на конец 1К16 уменьшился к началу 2016 г. на 0.6% до 279.9 млрд руб., чистый долг – 1% до 220.9 млрд руб. Увеличение EBITDA и небольшое сокращение долга способствовали снижению долговой нагрузки ФСК ЭЭС в терминах net debt/EBITDA LTM на конец 1К16 до 1.9x против 2.0 на начало 2016 г.

Опубликованные финансовые результаты, по нашему мнению, являются нейтральными для рейтингов компании, которые соответствуют суверенному уровню.

На рублевом рынке ФСК представлена длинной кривой, на которой, на наш взгляд, можно выделить довольно ликвидный выпуск ФСК ЭЭС, 09 (УТР 10.48%, D 1.35 г.), предлагающий более высокую доходность не только среди собственных выпусков, но и среди бумаг других монополий, обладающих суверенным уровнем рейтингов.

Ключевые финансовые показатели ФСК ЭЭС по МСФО за 1К16

млрд руб.	1К16	1К15	%%
Выручка	52.5	42.6	23.4%
ЕБИТДА	29.2	25.5	14.7%
Операционная (убыток)/прибыль	21.1	11.0	91.4%
Чистый (убыток)/прибыль	16.4	9.1	80.2%
Рентабельность по EBITDA	55.6%	59.8%	-4,2 пп
Операционная рентабельность	40.2%	25.9%	14,3 пп
Чистая рентабельность	31.3%	21.4%	9,8 пп
Операц. ден. поток до изм. в ОК	28.2	25.5	10.5%
Чистый операцион. денеж. поток*	15.2	25.1	-39.7%
CAPEX	18.3	21.8	-16.2%
Свободный денежный поток	-3.1	3.3	

млрд руб.	1К16	2015	%%
Активы	1 022.1	995.3	2.7%
в т.ч. денеж. ср-ва и депозиты	59.0	58.4	0.9%
Долг	279.9	281.5	-0.6%
доля краткосрочного долга	10.7%	11.2%	-0,5 пп
Чистый долг	220.9	223.1	-1.0%
Капитал	647.3	619.6	4.5%
CAPEX/EBITDA	0,6x	0,7x	-
Долг/EBITDA LTM	2,5x	2,6x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	1,9x	2,0x	-
EBITDA/Процентные платежи	3,0x	3,6x	-
Долг/Капитал	0,4x	0,5x	-

* за вычетом уплаченных процентов

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

Наталья Толстошеина
n.tolstosheina@zenit.ruДмитрий Чепрагин
d.chepragin@zenit.ru

Черкизово (Moody's: B1/Stable): ухудшение финансовых результатов в 1K16

Вчера Группа «Черкизово» опубликовала финансовые результаты за 1K16 год по МСФО, которые в целом мы оцениваем как слабые. В 1K16 выручка Группы «Черкизово» увеличилась на 8.3% г/г до 18.5 млрд руб., в то время как EBITDA снизилась на 75.7% г/г до 725 млн руб. Отчетный период Группа «Черкизово» завершила с отрицательным свободным денежным потоком, при этом долговая нагрузка в терминах net debt/EBITDA LTM увеличилась на конец 1K16 до 3.8х.

Основным фактором роста выручки Группы «Черкизово» в 1K16 стало увеличение объема продаж по сегментам «мясопереработка» и «птицеводство» на 28.4% г/г до 48.6 тыс. тонн и на 18.5% г/г до 128.2 тыс. тонн соответственно. В свою очередь, росту объема продаж в сегменте «мясопереработка» способствовало введение в эксплуатацию во 2П15 Данского мясокомбината. В то же время, в связи со снижением покупательной способности населения, перепроизводством куриного мяса и увеличением объема предложения продукции свиноводства ценовая конъюнктура на ключевых рынках присутствия Группы «Черкизово» в 1K16 оставалась неблагоприятной как по сравнению с 1K15, так и с 4K15. В частности, в 1K16 средние цены реализации продукции «птицеводство» и «свиноводство» уменьшились соответственно на 8.2% г/г и на 15.8% г/г, «мясопереработка» - на 2.2% г/г. В 1K16 по сравнению с 4K15 снижение цен находилось в пределах 3-5%.

Неблагоприятное изменение цен на продукцию сегментов «птицеводство» и «свиноводство», а также рост себестоимости производства на фоне девальвации рубля привел к снижению показателя EBITDA сегментов на 93% г/г до 99 млн руб. и на 60.9% г/г до 596 млн руб. соответственно. Снижение себестоимости выпуска продукции сегмента «мясопереработка» на фоне незначительного изменения цен реализации способствовало росту EBITDA сегмента в 1K16 в 2.4 раза до 438 млн руб., которое, тем не менее, не позволило компенсировать слабые результаты сегментов «птицеводство» и «свиноводство». В результате, в 1K16 показатель EBITDA Группы «Черкизово» сократился на 75.7% г/г до 725 млн руб., EBITDA margin – на 13.5 пп до 3.9%.

Отчетный период Группа «Черкизово» завершила с отрицательным свободным денежным потоком в размере -3.5 млрд руб., что стало следствием снижения операционного денежного потока до изменения оборотного капитала и существенных расходов на CAPEX (2.2 млрд руб., отношение CAPEX/EBITDA в 1K16 – 3.0х).

Финансирование дефицита Группа «Черкизово» осуществляла за счет расширения кредитного плеча (в основном, за счет привлечения краткосрочного долга) и использования денежных средств на счетах. В результате, на конец 1K16 совокупный долг вырос по сравнению с началом 2016 г. на 4.5% до 43.1 млрд руб., чистый долг – на 10% до 39.2 млрд руб. На конец 1K16 по сравнению с началом 2016 г. доля краткосрочного долга немного выросла и составила 63.7%. Существенное снижение показателя EBITDA и рост долга привели к повышению долговой нагрузки: отношение net debt/EBITDA LTM выросло до 3.8х на 31.03.2016 с 2.8х на 01.01.2016. По состоянию на конец 1K16 остаток денежных средств на счетах Группы «Черкизово» был незначительным и составил 3.8 млрд руб., что достаточно для одновременного погашения около 14% краткосрочного долга.

Мы полагаем, что опубликованные финансовые результаты являются негативными для рейтингов компании от Moody's, поскольку агентство в качестве негативных рейтинговых факторов агентство отмечает рост долговой нагрузки свыше 3.5х.

Слабый финансовый отчет, на наш взгляд, пройдет бесследно для котировок единственного выпуска Черкизово ввиду отсутствия какой-либо ликвидности в бумагах.

Ключевые финансовые показатели Группы «Черкизово» за 1K15 и 1K16

млн руб.	1K16	1K15	%
Выручка	18 545	17 131	8.3%
<i>в том числе Птицеводство</i>	10 920	9 854	10.8%
<i>Свиноводство</i>	602	1 403	-57.1%
<i>Мясопереработка</i>	6 930	5 768	20.2%
<i>Прочее</i>	93	106	-12.3%
ЕБИТДА	725	2 980	-75.7%
<i>в том числе Птицеводство</i>	99	1 418	-93.0%
<i>Свиноводство</i>	596	1 523	-60.9%
<i>Мясопереработка</i>	438	184	x2,4
<i>Прочее и межсегмент расчеты</i>	-407	-144	
Операционная прибыль	-21	2 087	-101.0%
Чистая прибыль/(убыток)	-441	2 948	-115.0%
Рентабельность по EBITDA	3.9%	17.4%	-13,5 пп
Операционная рентабельность	отр.	12.2%	
Чистая рентабельность	отр.	12.1%	
Операц. денеж. поток до изм. в О	723	2 833	-74.5%
Чистый операц. денеж. поток	-1 331	2 545	-152.3%
CAPEX	2 154	2 040	5.6%
Свободный денежный поток	-3 485	505	-
млн руб.	1K16	2015	%
Активы	107 397	107 711	-0.3%
<i>в т.ч. ден. ср-ва и эквиваленты</i>	3 837	5 561	-31.0%
Долг	43 054	41 212	4.5%
<i>доля краткосрочного долга</i>	63.7%	60.9%	2,8 пп
Чистый долг	39 217	35 651	10.0%
Капитал	52 639	53 149	-1.0%
CAPEX/EBITDA	3,0х	0,8х	-
Долг/EBITDA LTM	4,1х	3,3х	-
Чистый долг/EBITDA LTM	3,8х	2,8х	-
EBITDA/Процентные расходы	0,2х	3,6х	-

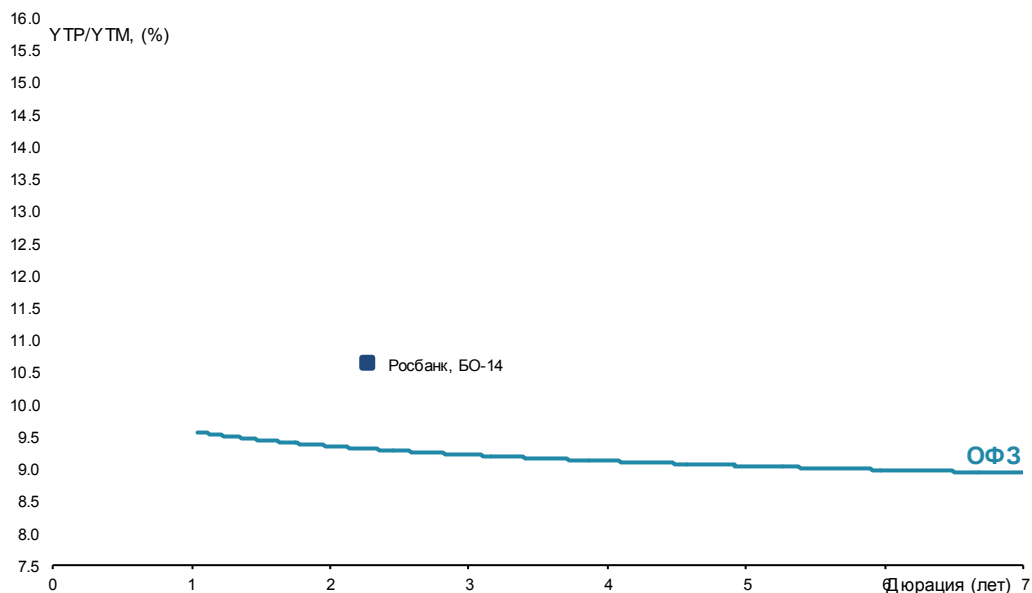
Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Первичный рынок

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир YTP/YTM, %	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Росбанк, БО-14	- / Va2 / BBB-	да	10 000	10.62-10.67	20.05.2016	27.05.2016	нет / 2.26 г	2.5 г / 10 лет

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещенный объем, млн. руб.	Bid cover/Размещ. объем	Ориентир YTP/YTM, % годовых	Фактическая YTP/YTM, % годовых	Дата размещения	Амортизация/Дюрация
Башнефть БО-02	- / Va1 / BB+	да	10 000	н/д / 100%	н/д	10.78	24.05.2016	нет / 5.12 г
Сбербанк, БО-18	- / Va2 / BBB-	да	10 000	н/д / 100%	10,15-10,25%	10.15	24.05.2016	нет / 2.66 г
ДОМО, БО-03	NR	нет	2 500	н/д / 100%	н/д	14.49	20.05.2016	нет / 1 г
Почта России, БО-02	- / - / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	10.78-11.20	10.25	19.05.2016	нет / 2.66 г
Банк ДельтаКредит, БО-20	- / Va2 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	11.04-11.30	11.30	18.05.2016	нет / 2.64 г
МегаФон, БО-001P-01	BB+ / Va1 / BB+	да	10 000	3 / 100%	10.46-10.67	10.2	12.05.2016	нет / 2.66 г
Башнефть, БО-06	- / Va1 / BB+	да	10 000	н/д / 100%	н/д	11.20	11.05.2016	нет / 5.94 г
Башнефть, БО-08	- / Va1 / BB+	да	5 000	н/д / 100%	н/д	11.20	11.05.2016	нет / 5.94 г
Регион-Инвест, БО-06	NR	нет	10 000	н/д / 100%	13.50-14.00	14.22	10.05.2016	нет / 0.50 г
Внешэкономбанк, ПБО-001P-02	BB+ / Va1 / BBB-	да	15 000	1.3 / 100%	11.46-11.73	11.35	06.05.2016	нет / 2.59 г
Икс 5 Финанс, БО-06	BB- / - / -	да	5 000	2.1 / 100%	10.78-10.99	10.78	05.05.2016	нет / 1.42 г
Синергия, БО-05	- / - / B+	да	2 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.32	04.05.2016	да / 2.72 г
ТрансФин-М, БО-43	B / - / -	да	1 600	н/д / 64%	н/д	13.42	04.05.2016	нет / 1 г
Мираторг Финанс, БО-06	- / - / B	да	5 000	2.5 / 100%	12.36-12.89	12.36	29.04.2016	нет / 2.60 г
Абсолют Банк, С01	- / B1 / B+	да	5 000	н/д / 100%	14.49-15.02	15.02	29.04.2016	нет / 3.96 г
Газпромбанк, 11 (вторичное)	BB+ / Va2 / BB+	да	250	н/д / 100%	Цена 100.1%-100.2%	Цена 100.1%	28.04.2016	н/д
МОЭСК, БО-08	BB- / Va2 / BB+	да	8 000	3.9 / 100%	10.78-11.04	10.57	28.04.2016	нет / 2.65 г
МРСК Северного Кавказа, БО-001P-01	NR	нет	1 350	н/д / 100%	н/д	13.42	28.04.2016	нет / 3.82 г
Концерн Россиум, БО-01 (допвыпуск N1)	B- / - / -	да	10 000	н/д / 100%	н/д	Цена 100%	28.04.2016	н/д



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		bondsales@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		research@zenit.ru
	Акции	firesearch@zenit.ru
	Облигации	
Макроэкономика	Владимир Евстифеев	v.evstifeev@zenit.ru
Кредитный анализ	Наталья Толстошеина	n.tolstosheina@zenit.ru
Кредитный анализ	Дмитрий Чепрагин	d.chepragin@zenit.ru
Управление рынков долгового капитала		ibcm@zenit.ru
Рублевые облигации	Фарида Ахметова	f.akhmetova@zenit.ru
	Марина Никишова	m.nikishova@zenit.ru
	Алексей Басов	a.basov@zenit.ru
Департамент доверительного управления активами		
Брокерское обслуживание	Тимур Мухаметшин	t.mukhametshin@zenit.ru
	Иван Рыжиков	i.ryzhikov@zenit.ru
Доверительное управление активами	Яков Петров	y.petrov@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.