

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

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

Силовые машины (Moody's: Ba2/ Негативный): риски рефинансирования краткосрочного долга на конец 2016 г. остались незначительными, несмотря на высокий уровень долговой нагрузки

Вчера Силовые машины опубликовали финансовые результаты за 2016 год, которые мы оцениваем как нейтральные. С одной стороны, по итогам прошлого года увеличились выручка и EBITDA Силовых машин, при этом «подушка ликвидности» компании осталась весьма существенной и достаточной для единовременного погашения всего краткосрочного долга. С другой стороны, долговая нагрузка компании на конец 2016 г. увеличилась к уровню на начало 2016 г. и составила 3.8x в терминах net debt/EBITDA LTM.

В 2016 г. выручка компании выросла на 29.3% г/г до 77.4 млрд руб. вследствие активной стадии осуществления ряда проектов и завершения строительства ЖК «Московский квартал». Кроме того, в 2016 г. EBITDA выросла, по нашим оценкам, на 82.1% г/г до 11.3 млрд руб. Портфель заказов компании на конец 2016 г. не изменился к началу 2016 г. и составил 5.5 млрд долл.

В 2016 г. расходы на CAPEX остались умеренными относительно денежных потоков компании: отношение CAPEX/EBITDA составило 0.2x. Тем не менее, вследствие сдвига контрактации крупных проектов на 2017-2018 гг. и сокращения доли авансирования долгосрочных контрактов авансы от покупателей с 01.01.2016 по 31.12.2016 сократились на 12.9 млрд руб. (в 2015 г., напротив, авансы от покупателей выросли на 15.3 млрд руб.). Кроме того, на конец 2016 г. к началу 2016 г. задолженность покупателей по договорам на строительство выросла на 9.6 млрд руб. В результате, в 2016 г. инвестиции компании на пополнение оборотного капитала составили 24.4 млрд руб., что стало основной причиной отрицательного свободного денежного потока на уровне -21.9 млрд руб.

Финансирование возникшего дефицита Силовые машины осуществляли за счет привлечения нового долга и использования денежных средств на счетах. В результате, на конец 2016 г. совокупный долг компании вырос к началу 2016 г. на 33.9% до 62.2 млрд руб., чистый долг – в 2.1 раза до 43.3 млрд руб. Долговая нагрузка в терминах net debt/EBITDA LTM на 31.12.2016 увеличилась до 3.8x с 3.4x на начало 2016 г. (4.2x на 30.06.2016). Тем не менее, риски рефинансирования краткосрочного долга остались незначительными: «подушка ликвидности» Силовых машин в виде остатка денежных средств и краткосрочных депозитов на 31.12.2016 составила 18.9 млрд руб. и была достаточной для единовременного погашения всего краткосрочного долга в размере 17.8 млрд руб.

Несмотря на высокий уровень долговой нагрузки Силовых машин на конец 2016 г., мы не ожидаем снижения рейтинга компании от Moody's в ближайшее время. Так, агентство в своем отчете по состоянию на 26.04.2016 в качестве негативных рейтинговых факторов выделяет сохранение в течение 12-18 месяцев долговой нагрузки выше уровня 2.5x и ограниченную ликвидность (на конец 2016 г. «подушка ликвидности» компании осталась существенной).

Границы интервала доходностей наиболее ликвидных рублевых выпусков Силовых машин сосредоточены на уровне 10%-10.3% годовых, что соответствует диапазону премии к кривой ОФЗ в размере 155-170 бп. В целом, такой уровень доходности смотрится привлекательно для эмитента рейтинговой группы «ВВ», вместе с тем, объяснение столь высокой платы за риск, на наш взгляд, лежит в области финансов компании, а именно продолжительной убыточности и растущей долговой нагрузке. В результате, соотношение риска и доходности бумаг компании, по нашему мнению, близко к справедливому, и выпуски могут найти своего инвестора.

Ключевые финансовые показатели Силовых машин по МСФО за 2016 год

млн руб.	2016	2015	%
Выручка	77 365	59 816	29.3%
EBITDA	11 328	6 222	82.1%
Операционная прибыль	5 075	-51	
Чистая прибыль	-4 047	-1 316	
Рентабельность по EBITDA	14.6%	10.4%	4,2 пп
Операционная рентабельность	6.6%	отр.	
Чистая рентабельность	отр.	отр.	
Операц. ден. поток до изм. ОК	11 824	6 496	82.0%
Чистый операцион. денежный пот	-19 534	4 057	-
CAPEX	2 347	1 755	33.7%
Свободный денежный поток	-21 881	2 302	-
млн долл.	2016	2015	%
Активы	201 949	202 118	-0.1%
Денежные средства и депозиты	18 901	25 576	-26.1%
Долг	62 210	46 448	33.9%
доля краткосрочного долга	28.6%	20.0%	8,6 пп
Чистый долг	43 309	20 871	107.5%
Капитал	32 565	38 182	-14.7%
CAPEX/EBITDA	0,2x	0,3x	-
Долг/EBITDA LTM	5,5x	7,5x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	3,8x	3,4x	-
EBITDA/Процентные платежи	1,7x	1,1x	-
Долг/Капитал	1,9x	1,2x	-

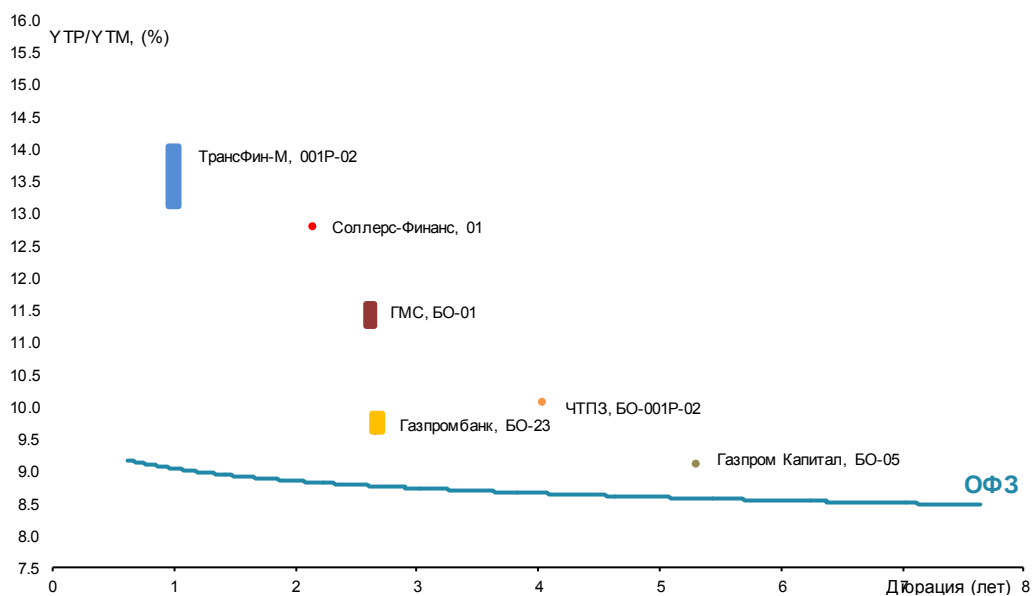
Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

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/Погашение
Соллерс-Финанс, 01	- / - / B+	да	2 000	12.82	10.02.2017	14.02.2017	да / 2.13 г	нет / 5 лет
Газпром Капитал, БО-05	BB+ / Ba1 / BBB-	да	15 000	9.10	09.02.2017	15.02.2017	нет / 5.06 г	7 лет / 10 лет
ЧТПЗ, БО-001P-02	- / Ba3 / BB-	да	5 000	10.09	08.02.2017	16.02.2017	нет / 4.03 г	нет / 5 лет
Газпромбанк, БО-23	BB+ / Ba2 / BB+	да	5 000	9.62-9.83	15.02.2017	20.02.2017	нет / 2.67 г	нет / 3 г
ГМС, БО-01	- / - / B+	да	3 000	11.30-11.57	16.02.2017	21.02.2017	нет / 2.62 г	3 г / 10 лет
Трансфин-М, 001P-02	B / - / -	нет	5 000	13.16-13.96	вторая половина февраля	вторая половина февраля	нет / 1 г	1 г / 10 лет

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в	Размещенный объем, млн. руб.	Bid cover/Размещ. объем	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Фактическая УТР/УТМ, % годовых	Дата размещения	Амортизация/Дюрация
МТС, 001P-01	BB / - / BB-	да	10 000	5 / 100%	9.41-9.62	9.20	10.02.2017	нет / 4.13 г
ГТЛК, 001P-03	BB- / Ba2 / BB-	да	10 000	2.5 / 100%	11.90-12.22	11.46	09.02.2017	нет / 5.29 г
Трансмашхолдинг, ПБО-01	- / - / BB-	да	10 000	4 / 100%	10.72-10.93	10.20	07.02.2017	нет / 2.64 г
Транснефть, БО-001P-05	- / Ba1 / BB+	да	15 000	н/д / 100%	9.41-9.62	9.46	03.02.2017	нет / 5.29 г
Бинбанк, БО-07 (допвыпуск N1, 2, 3 и 5)	B- / - / -	нет	5 000	н/д / 100%	13.57-13.27	13.57	31.01.2017	нет / 1 г
Башнефть, 001P-03R	- / Ba1 / BB+	да	5 000	н/д / 100%	н/д	9.62	30.01.2017	нет / 5.27 г
Альфа-банк, БО-18	BB / Ba2 / BB+	да	5 000	н/д / 100%	9.73-9.94	9.67	23.01.2017	нет / 2.67 г
Внешэкономбанк, ПБО-001P-05	BB+ / Ba1 / BBB-	да	10 000	н/д / 100%	н/д	10.00	12.01.2017	нет / 4.06 г
Роснефть, 001P-03	BB+ / Ba1 / -	да	20 000	н/д / 100%	н/д	9.73	29.12.2016	нет / 6.66 г
ЧТПЗ, БО-001P-01	- / Ba3 / BB-	да	5 000	3 / 100%	11.04-11.30	11.04	29.12.2016	нет / 3.35 г
Комкор, П01-БО-01	- / B2 / -	нет	3 500	н/д / 100%	13.43-13.96	13.69	29.12.2016	нет / 1.81 г
Лидер-инвест, БО-П01	NR	нет	3 000	н/д / 100%	13.96-14.49	13.96	27.12.2016	нет / 1.40 г
АИЖК, БО-05	BB+ / Ba1 / BBB-	да	5 000	4 / 100%	9.63-9.68	9.68	23.12.2016	нет / 2.65 г
Роснефть, 001P-02	BB+ / Ba1 / -	да	30 000	н/д / 100%	н/д	9.61	23.12.2016	нет / 4.09 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>

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	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.