



Утренний Express-O



Технический монитор

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

**Global Ports (-/-/BB+): ставка на восстановление рынка.**

Global Ports (-/-/BB+): ставка на восстановление рынка.

Global Ports – крупнейший оператор контейнерных терминалов в РФ общей мощностью более 4 млн TEU в год. Основными акционерами Global Ports являются структура группы «Н-Транс», владеет 30,75% и APM Terminals B.V. (входит в The Maersk Group, владеет 30,75%). На фоне падения рынка контейнерных перевозок в 2015 г. на 26% до 3,8 млн TEU выручка группы упала на 28% до 406 млн долл.; EBITDA – на 22,6% до 291 млн долл.; чистый убыток составил 34 млн долл. Приоритетной целью для Global Ports является сокращение долговой нагрузки, которая по итогам 2015 г. в терминах Чистый долг/EBITDA составила 3,6x (целевой уровень – 1,5x-2,0x). На наш взгляд, на фоне сжатия рынка ключевым риском для Global Ports является резкий рост конкуренции в сегменте контейнерных перевозок. Вместе с тем, ожидаем, что экономика РФ в 2016 г. проходит «дно» и в 2017-2018 гг. ждем восстановление рынка на 11% и 14% соответственно при росте импорта в денежном выражении на 7% и 10% соответственно, что должно позитивно отразиться на кредитном качестве Global Ports. Ориентиром по доходности дебютного выпуска Global Ports, на наш взгляд, является диапазон 6,1%-6,7% для 4-летних еврооблигаций и 6,5%-7,1% годовых - для 5-летних бумаг.

Комментарий.

Группа имеет сильных акционеров - Maersk Group и Н-Транс...

Global Ports – крупнейший оператор контейнерных терминалов в РФ общей мощностью более 4 млн TEU в год. Компания присутствует в ключевых морских бассейнах (Балтийском и Дальневосточном), на долю которых в 2015 г. пришлось 80% перевалки контейнеров в России. Всего Global Ports управляют пятью терминалами в России и двумя в Финляндии.

Основными акционерами Global Ports являются Transportation Investments Holding Ltd (структура группы «Н-Транс», владеет 30,75%) и APM Terminals B.V. (входит в The Maersk Group, владеет 30,75%). Free float составляет 20,5%, GDR торгуются на Лондонской фондовой бирже.

Бизнес сильно зависит от динамики контейнерных перевозок, наиболее сильно страдающих от сжатия потребительского спроса в РФ...

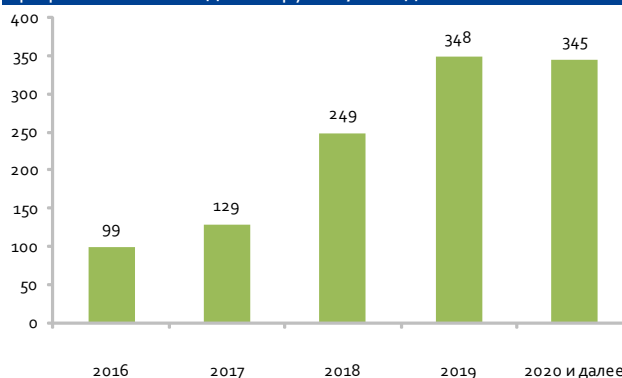
Бизнес Global Ports привязан к динамике контейнерных перевозок, которые в свою очередь крайне чувствительны к изменениям макроэкономических факторов. Так, по данным Ассоциации морских портов России, по итогам 2015 г. перевалка контейнеров в портах РФ сократилась на 26% до 3,8 млн TEU. Сопоставимыми темпами снизились и финансовые показатели группы: выручка упала на 28% до 406 млн долл.; EBITDA – на 22,6% до 291 млн долл.; чистый убыток составил 34 млн долл. Вместе с тем, маржинальность по EBITDA выросла на 4,9 п.п. до 71,7% за счет валютного фактора (выручка группы привязана к курсу доллара, в то время как расходы преимущественно рублевые). Отметим, что в связи с особенностями бухгалтерского учета группа два года подряд фиксирует «бумажные» убытки, связанные с переоценкой долга, который находится на балансе дочерних компаний, имеющих рублевую выручку.

Приоритетной целью для Global Ports является сокращение долговой нагрузки, которая по итогам 2015 г. в терминах Чистый долг/EBITDA составила 3,6x (целевой уровень – 1,5x-2,0x). Отметим, что долговая нагрузка компании резко возросла в

Приоритетом для Global Ports является снижение долговой нагрузки...

2013 г. после покупки группы «НКК». С учетом того, что основной этап инвестиций в компанию уже прошел (объем инвестиций в развитие терминалов с 2008г. превысил 600 млн долл.) для снижения долга Global Ports сократила капзатраты в 2015 году на 50,2% до 11,7 млн долл. и отказалась от выплаты дивидендов при свободном денежном потоке группы в размере 236 млн долл. в 2015 г. При этом группа имеет низкую потребность в инвестициях в обозримом будущем (не более 25-30 млн долл. в год в течение ближайших лет).

График погашения долга группы, млн долл.



Источник: данные компании, PSB Research

Структура долга при этом выглядит достаточно комфортно – на объем погашений после 2020 г. приходится – 58% от кредитного портфеля; на краткосрочный долг – всего 9%. Валютная структура долга также соответствует структуре выручки, полностью привязанной к доллару (выпущенные рублевые облигации ПКТ также через валютный своп приведены к долларам).

Риском для группы выступает падение рынка и обострение конкуренции...

На наш взгляд, ключевым риском для Global Ports является резкий рост конкуренции в сегменте контейнерных перевозок (ближайшим конкурентом является группа FESCO). Так, по заявлениям менеджмента Global Ports, загрузка мощностей группы на текущий момент составляет менее 50%. При этом в 2015 г. компания решила на повышение тарифов, в результате чего контейнерооборот терминалов Global Ports в 2015 г. (без учета финских терминалов) упал сильнее рынка – на 35% до 1,562 млн TEU (по нашим оценкам, доля рынка сократилась до ≈40% по сравнению с 47% в 2014 г.). В 2016 г. группа оставила тарифы без изменений – на уровне прошлого года.

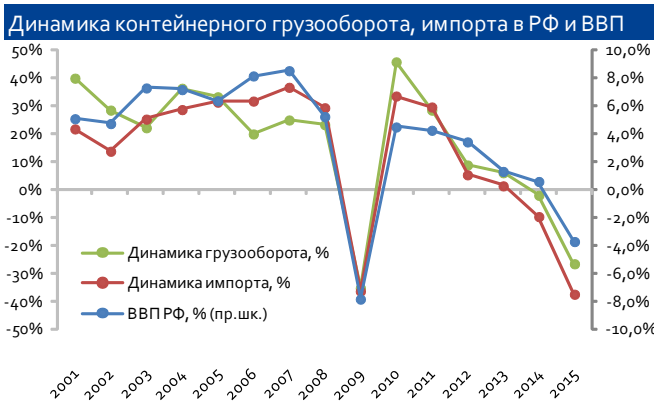
Показатели Global Ports	по МСФО			
	2013	2014	2015	% изм. г/г
Финансовые показатели (млн долл.)				
Выручка	589,1	562,4	405,7	-27,9%
ЕБИТДА	361,0	375,9	291,0	-22,6%
Чистая прибыль	114,1	-197,3	-33,7	-
Прибыль от операционной деятельности	266,0	278,6	184,8	-33,7%
маржа по ЕБИТДА	61,3%	66,8%	71,7%	+4,9 п.п.
маржа по Чистой прибыли	19,4%	-	-	-
Балансовые показатели (млн долл.)				
Активы	3 276,8	1 913,6	1 519,8	-20,6%
Денежные средства и эквиваленты	114,2	78,8	123,1	56,2%
Долг	1 463,4	1 286,5	1 170,8	-9,0%
краткосрочный	206,4	110,0	103,0	-6,4%
долгосрочный	1 257,0	1 176,5	1 067,8	-9,2%
Чистый долг	1 349,2	1 207,7	1 047,7	-13,2%
Чистый долг/ЕБИТДА	3,74	3,21	3,60	-
Долг / ЕБИТДА	4,05	3,42	4,02	-

Источник: данные компании, расчеты PSB Research

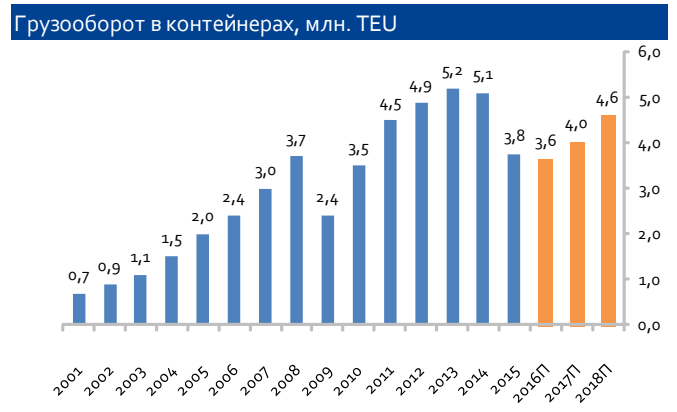
При этом компания рассчитывает на рост контейнеризации рынка (количество контейнеров на 1000 человек населения), что обеспечит долгосрочный потенциал роста в отрасли. В частности, контейнеризация экспортных товаров в РФ находится на очень низком уровне – 7,3% от общего объема (в целом, в мире этот показатель занимает 21%). Так, Global Ports по итогам 2015 г. смогла незначительно увеличить

перевалку экспортных грузов в контейнерах с 0,92 млн TEU до 0,94 млн TEU за счет леса, бумаги, алюминия и пр. На наш взгляд, низкий уровень контейнеризации в РФ в первую очередь связан со структурой российского экспорта, который в основном состоит из относительно низкомаржинальных сырьевых товаров, в результате чего рост доли использования контейнеров, вряд ли, сможет выступить драйвером для кардинального изменения ситуации в отрасли.

В контейнерах преимущественно перевозят высокомаржинальные товары (продукты питания, электроника, автомобили и машинокомплекты, одежду и обувь, изделия из пластика и пр.), которые являются основой российского импорта. В этом ключе динамика контейнерного грузооборота напрямую коррелирует с динамикой импорта и ВВП РФ в целом. По нашим оценкам, восстановление российской экономики начнется с 2017 г. (ждем рост ВВП на 0,6%), тогда как «дно» будет пройдено в 2016 г. (снижение на 1,6%).



Источник: Росстат, данные компании, PSB Research



Источник: Росстат, МЭР, данные компании, PSB Research

... однако уже с 2017 г. ждем восстановление объемов контейнерного грузооборота...

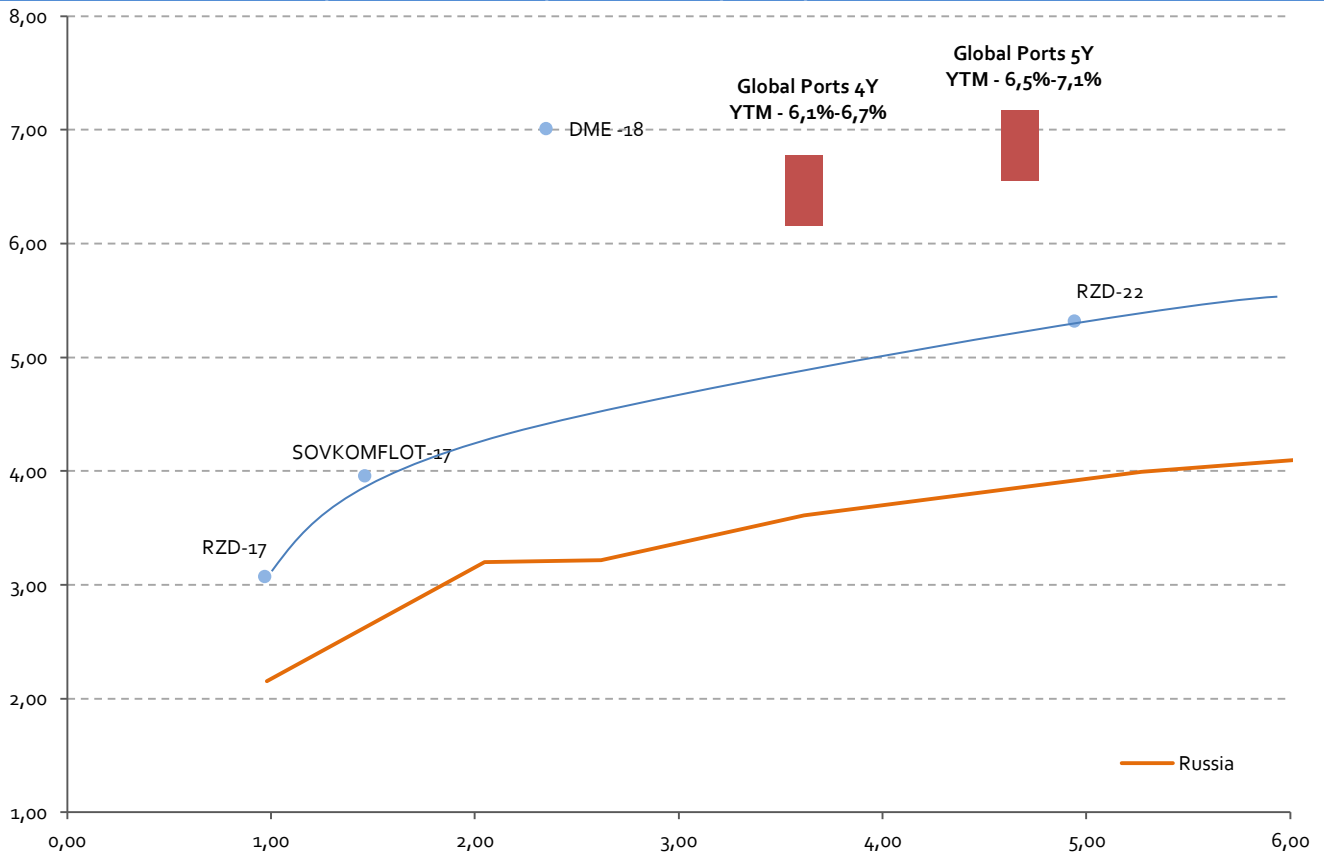
Рейтинг евробондов Global Ports («ВВ+») на 1 ступень выше рейтинга рублевых выпусков...

Исходя из прогноза МЭР по импорту, обновленного в конце марта, можно ожидать существенного торможения падения рынка контейнерных перевозок в 2016 г. – до 3% к 2015 г. (оперативные данные АМТП указывают на рост контейнерных перевозок за январь-февраль 2016 г. на 2,4% относительно аналогичного периода 2015 г.). При этом в 2017-2018 гг. ждем восстановление рынка на 11% и 14% соответственно при росте импорта в денежном выражении на 7% и 10% соответственно, по оценке МЭР. В этом ключе, основной идеей в дебютном выпуске евробондов Global Ports может стать среднесрочное восстановление рынка контейнерных перевозок, что обеспечит улучшение кредитного качества группы на горизонте 1-3 лет.

Отметим, что Global Ports планирует разместить евробонды на 300-400 млн долл. сроком на 5-6 лет. Весь объем выпуска группа планирует направить на рефинансирование, в т.ч. с целью замещения кредитов с плавающей ставкой на фиксированную при опасении роста долларовых ставок в будущем. При этом ожидаемый рейтинг евробондов будет на одну ступень выше («ВВ+»), чем выпусков рублевых облигаций, за счет поручительства основных операционных компаний группы.

На текущий момент два выпуска ПКТ (-/-/ВВ) (дочерней компании Global Ports) с офертой в 2020 и 2021 гг. торгуются к кривой РЖД (Ва1/ВВ+/ВВВ-) с премией 100-140 б.п. При аналогичной премии к кривой долларовых евробондов РЖД и дополнительной премии за дебют в размере 20-30 б.п. ориентиром по доходности дебютного выпуска Global Ports может стать диапазон 6,1%-6,7% для 4-летних еврооблигаций и 6,5%-7,1% годовых - для 5-летних бумаг.

Карта доходности еврооблигаций транспортных компаний



Контакты:

ПАО «Промсвязьбанк»

PSB Research

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>

<http://www.psbinvest.ru>

PSB RESEARCH

Николай Кашцев

KNI@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

Директор по исследованиям и аналитике

ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

Евгений Локтюхов

LoktyukhovEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61

Илья Фролов

FrolovIG@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06

Екатерина Крылова

KrylovaEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31

Игорь Нуждин

NuzhdinIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

ГРУППА АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

Дмитрий Монастыршин

Monastyrshin@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

Дмитрий Грицкевич

Gritskevich@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14

Алексей Егоров

EgorovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48

Александр Полютов

PolyutovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВЫХ И ВАЛЮТНЫХ РЫНКАХ

Пётр Федосенко

FedosenkoPN@psbank.ru

+7 (495) 228-33-86

Ольга Целинина

TselininaOI@psbank.ru

+7 (495) 228-33-12

Дмитрий Иванов

Ivanovdv@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-35

Константин Квашнин

Kvashninkd@psbank.ru

+7 (495) 705-90-69

Сибяев Руслан

sibaevrd@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-18

Евгений Жариков

Zharikov@psbank.ru

+7 (495) 705-90-96

Устинов Максим

ustinovmm@psbank.ru

+7 (495) 411-5130

ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Александр Сурпин

SurpinAM@psbank.ru

+7 (495) 228-39-24

Виктория Давитиашвили

DavitiashviliVM@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ

Алексей Кулаков

KulakovAD@psbank.ru

+7 (495) 411-51-33

Михаил Маркин

MarkinMA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

Павел Науменко

NaumenkoPA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17

Сергей Устиков

UstikovSV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17

Александр Орехов

OrekhovAA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

Игорь Федосенко

FedosenkoIY@psbank.ru

+7 (495) 705-97-69

Виталий Туруло

TuruloVM@psbank.ru

+7 (495) 411-51-39

© 2016 ПАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ПАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако ПАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ПАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ПАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.