

НЕБЛАГОПРИЯТНАЯ РЫНОЧНАЯ КОНЪЮНКТУРА ОТРИЦАТЕЛЬНО СКАЗАЛАСЬ НА ГОДОВЫХ РЕЗУЛЬТАТАХ

КОМПАНИЯ ПРЕДСТАВИЛА ОТЧЕТНОСТЬ ЗА 2010 Г. ПО МСФО

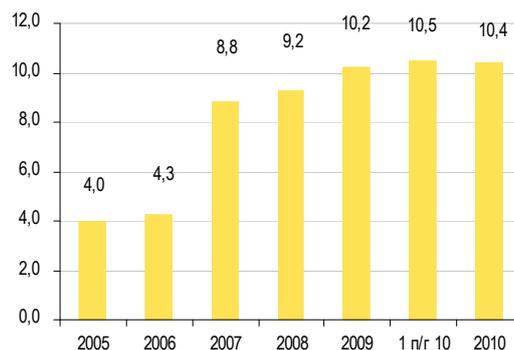
Снижение рентабельности на фоне неблагоприятной рыночной конъюнктуры. Крупнейшая российская судоходная компания «Совкомфлот» опубликовала неубедительные результаты за 2010 г. по МСФО. Выручка по итогам года возросла на 7,4% до 1,3 млрд долл., причем тайм-чартерный эквивалент увеличился лишь на 1,3% до 943,7 млн долл. ввиду опережающего роста (+27,3%) рейсовых расходов. Ставки фрахта в течение года оставались самыми низкими за последние несколько лет, в то время как операционные расходы компании продолжали увеличиваться (расходы на эксплуатацию судов выросли на 4,5%, общие и административные расходы – на 9,4%), в результате чего операционная прибыль Совкомфлота сократилась за год на 17,1%, EBITDA – на 3%, а рентабельность по EBITDA снизилась с 45% до 40,6%. Чистая прибыль по итогам 2010 г. составила 164,3 млн долл. (-11,3%). По итогам II полугодия результаты оказались существенно хуже, чем в первом: выручка снизилась на 6,5%, тайм-чартерный эквивалент – на 9,9%, EBITDA – на 17,7%, чистая прибыль – на 52,3%, а норма EBITDA составила лишь 38,0% против 43,1% в I полугодии. В нынешнем году наблюдается постепенное восстановление ставок фрахта, хотя они по-прежнему близки к минимальным уровням за последние годы, что будет оказывать давление на выручку и рентабельность компании.

Объем законтракованной выручки составляет 4,9 млрд долл. По состоянию на конец 2010 г. объем законтракованной выручки Совкомфлота составлял 4,9 млрд руб., что эквивалентно суммарному объему выручки компании за последние 3,5 года. Заключение долгосрочных контрактов (основными клиентами оператора являются российские и зарубежные нефтегазовые компании) позволяет Совкомфлоту, который является крупнейшим поставщиком судоходных услуг на арктическом шельфе, уменьшить зависимость от колебаний рыночной конъюнктуры. Так, в 2010 г. доля фрахта судов в выручке компании увеличилась с 41,4% до 47,7%, а доля их аренды, соответственно, снизилась с 59,6% до 52,3%.

Постоянное обновление флота потребует поддержания высоких капитальных расходов. В 2010 г. компания ввела в эксплуатацию 13 новых судов, однако суммарный дедвейт ее судов увеличился только на 0,2 млн т., поскольку одиннадцать более старых судов были проданы. Таким образом, оператор поддерживает относительно низкий средний возраст собственного флота, который составляет 6,6 года против среднемирового уровня 12 лет. Активное увеличение числа судов в настоящее время нецелесообразно, поскольку в отрасли будет еще несколько лет наблюдаться переизбыток мощностей как следствие высоких темпов роста ставок фрахта в докризисный период, стимулировавших

Активное расширение флота временно приостановлено

Суммарный дедвейт, млн т



Источники: данные компании

Исторически низкая доля краткосрочного долга

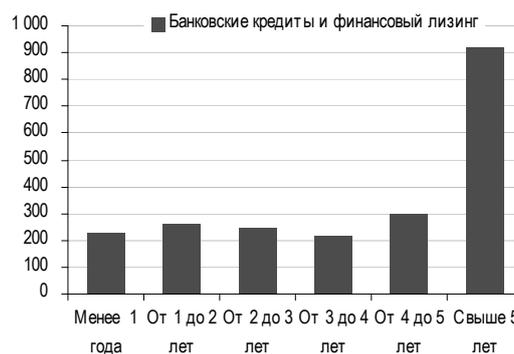
Долгосрочная и краткосрочная задолженность в 2007–2010 гг.



Источники: отчетность компании

Пик погашения приходится на срок после пяти лет

Структура долга по срокам погашения на конец 2010 г.



Источники: отчетность компании

Компания представила отчетность за 2010 г. по МСФО

компании к увеличению объема заказов на новые суда. Тем не менее, насколько мы поняли, в конце прошлого года Совкомфлот увеличил объем заказов, который на текущий момент состоит из 19 судов общим дедеветом 2,1 млн т. против девяти судов общим дедеветом на 0,69 млн т. на конец III квартала 2010 г. Это потребует от компании дополнительных капитальных затрат (см. ниже), что не позволит ей быстро снизить долговую нагрузку.

Долговая нагрузка возросла... По итогам года совокупный долг Совкомфлота увеличился на 11,8% до 2,96 млрд долл., в результате чего долговая нагрузка компании, выраженная показателем Чистый долг/ЕБИТДА, возросла с 4,2 до 4,6. Показатель нельзя назвать безопасным, однако он один из самых низких в отрасли, которая является капиталоемкой и требует значительных капитальных расходов. По этой причине, несмотря на относительно высокий левередж, Совкомфлоту присвоены довольно высокие кредитные рейтинги: Fitch оценивает собственную кредитоспособность компании рейтингом «ВВ+». Исходя из действующих контрактов на достройку заказанных судов, сроки поставки которых попадают на период 2011–2014 гг., Совкомфлоту потребуется внести еще 575,5 млн долл. (из контрактной стоимости, равной 802,2 млн долл., на конец года компанией было оплачено только 226,7 млн долл.), что сопоставимо с годовой ЕБИТДА Совкомфлота. Таким образом, по крайней мере в нынешнем году долговая нагрузка компании вряд ли снизится, особенно в свете падения рентабельности. Дальнейший уровень левереджа компании будет зависеть от темпов расширения флота, которые, по нашему предположению, не будут высокими из-за переизбытка мощностей в отрасли. По нашей оценке, для поддержания среднего возраста флота на текущем уровне ежегодные капитальные вложения Совкомфлота должны составлять порядка 400 млн долл., что по мере восстановления ставок фрахта (и при условии отсутствия разовых инвестиционных расходов) позволит компании снизить долговую нагрузку до 4 в течение следующих нескольких лет.

...но структура долга осталась весьма благоприятной. Благодаря размещению еврооблигаций на 800 млн долл. в октябре прошлого года, поступления от которого были использованы на досрочное погашение части возобновляемых кредитных линий, компании удалось перенести пик погашений долга с 2013–2014 гг. на срок после 2015 г. (см. диаграмму на предыдущей странице). До 2016 г. среднегодовой объем погашения долга Совкомфлота составит порядка 200 млн долл., что компания вполне в состоянии профинансировать за счет ЕБИТДА. На конец 2010 г. доля краткосрочной задолженности составляла 225,5 млн долл., или всего 7,6% от совокупного долга, а имеющихся у компании денежных средств (512,2 млн долл.) достаточно для погашения долга в ближайшие два года, что свидетельствует о прочных позициях ликвидности Совкомфлота.

Снижение рентабельности и рост долговой нагрузки

Ключевые финансовые показатели Совкомфлота, млн долл.

МСФО	2007	2008	2009	1 н/р 10	2010
Выручка	1 242,7	1 634,1	1 222,1	678,6	1 312,9
Тайм-чартерный эквивалент*	976,0	1 236,9	932,0	496,5	943,7
ЕБИТДА	641,4	834,7	549,7	292,6	533,3
Чистая прибыль	406,2	406,2	185,3	111,2	164,3
Операц. ден. поток	613,0	853,5	514,0	254,2	461,5
Капитальные затраты	(922,4)	(691,1)	(449,1)	(216,5)	(556,5)
Чистый ден. поток	(8,7)	21,9	18,5	68,1	176,8
Совокупный долг	2 273,5	2 417,1	2 643,4	2 629,6	2 955,8
Краткосрочный долг	153,2	219,3	251,0	209,7	225,5
Денежные средства	293,9	298,1	335,7	400,4	512,2
Чистый долг	1 979,6	2 119,0	2 307,7	2 229,2	2 443,6
Собственный капитал	2 722,5	2 787,6	3 012,7	3 112,4	3 123,0
Активы	5 274,6	5 694,1	6 002,2	6 163,2	6 513,0
Кoeffициенты					
Норма ЕБИТДА, %	51,6	51,1	45,0	43,1	40,6
ЕБИТДА/Проц.расх.	7,1	9,6	6,1	6,9	6,8
Долг/ЕБИТДА	3,5	2,9	4,8	4,9	5,5
Чистый долг/ЕБИТДА	3,1	2,5	4,2	4,2	4,6
Долг/Собств. капитал	0,8	0,9	0,9	0,8	0,9

* Доходы от фрахта и аренды за вычетом рейсовых расходов

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

Выпуск предлагает одну из наибольших доходностей среди бумаг российских эмитентов с рейтингами инвестиционной категории. С момента размещения в октябре прошлого года выпуск SCF'17 (YTM 5,8%, 311 б.п. к свопам) котируется на 2–2,5 б.п. ниже номинала. В настоящее время его доходность является наибольшей среди бумаг с рейтингами категории «ВВВ», и, на наш взгляд, выпуск заслуживает включения в инвестиционный портфель. Кроме того, SCF'17 торгуется со спредом к свопам на 90 б.п. шире, чем выпуск RURAIL'17 (YTM 4,84%, 220 б.п. к свопам), который даже с учетом разницы в кредитных профилях компаний (преимущество на стороне РЖД), представляется нам слишком широ-

Компания представила отчетность за 2010 г. по МСФО

ким. В 2011 г. государство может продать часть принадлежащих ему акций компании, однако в любом случае не намерено снижать свою долю ниже контрольной. Если это произойдет, облигации SCF'17 могут быть исключены из индекса EMBI, однако, по нашему мнению, эта возможность уже учтена в их котировках.

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmad@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Сонюшкина, sonyushkinada@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovan@uralsib.ru
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Надежда Мырסיкова, myrsikovav@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevwm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestoviav@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрюг, grinkrug@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru
Степан Чургов, chugrovss@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2011