

## НЕБОЛЬШОЙ РОСТ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ, ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА ПО-ПРЕЖНЕМУ ВЫСОКАЯ

### Отчетность за 1 кв. 2012 г. по МСФО

**Рост прибыли и рентабельности...** На прошлой неделе Совкомфлот опубликовал отчетность за 1 кв. 2012 г. по МСФО, которая отразила определенные улучшения. Так, выручка в отчетном периоде возросла на 14,4% год к году до 395 млн долл., а тайм-чартерный эквивалент (ТЧЭ) – лишь на 11,7% до 258 млн долл. вследствие опережающего роста (+20%) рейсовых расходов. В то же время компания зафиксировала скачок спроса на нефть в начале года, вызванный напряженностью в районе Персидского залива. В результате ставки фрахта в 1 кв. несколько возросли, что способствовало квартальному увеличению выручки и ТЧЭ на 9% и 12% соответственно. При ограниченном росте эксплуатационных и других операционных расходов операционная прибыль и EBITDA Совкомфлота выросли на 23% и 16% год к году и на 108% и 45% за квартал соответственно. Рентабельность по EBITDA составила 36,7%, что на 0,6 п.п. выше, чем в 1 кв. 2011 г., и на 11,2 п.п. выше показателя 4 кв. 2011 г. (более высокую рентабельность Совкомфлот последний раз демонстрировал в 2010 г.). Чистая прибыль увеличилась на 36% год к году и более чем в шесть раз за квартал – до 45,4 млн долл., тогда как за весь 2011 г. этот показатель составил 53,7 млн долл.

**...который, скорее всего, будет временным.** Повышение показателей в 1 кв. связано с ростом спроса на нефть в начале года. Но даже сама компания признает, что данный всплеск спроса был временным, и не ожидает улучшения в целом слабой конъюнктуры рынка морских перевозок ранее 2013 г. Это означает, что позитивная динамика, показанная компанией в 1 кв., весьма вероятно, будет носить краткосрочный характер, и во 2 п/г рентабельность снова упадет. Структура выручки компании в 1 кв. существенно не изменилась – 67% продаж в ТЧЭ пришлось на транспортировку нефти и нефтепродуктов, еще 9% принесла транспортировка газа, а вклад в выручку от обслуживания шельфовых месторождений составил 19%. Объем законтракованной выручки на конец 1 кв. остался на уровне 5,5 млрд долл.

**Инвестиции возобновились.** После перерыва в 3 и 4 кв. прошлого года, в 1 кв. 2012 г. Совкомфлот вновь увеличил портфель заказов, в котором теперь находится 16 судов общей контрактной стоимостью 1,6 млрд долл. (15 судов стоимостью 1,3 млрд долл. на конец 2011 г.), из которой невыплаченными остаются порядка 1,2 млрд долл. Как мы уже отмечали ранее в наших обзорах, при текущей слабой конъюнктуре рынка морских перевозок и избытке мощностей инвестиции в новый флот, на наш взгляд, не являются целесообразными, так что заказ новых судов скорее всего необходим для обслуживания контрактов Совкомфлота с крупными нефте- и газодобытчиками.

**Долговая нагрузка стабильно высокая, денежный поток вновь отрицательный.** Исходя из отчета о движении денежных средств в 1 кв. компания привлекла 74 млн долл. нового долга. В результате совокупный долг достиг 3,3 млрд долл. Кроме того, денежного потока от операционной деятельности (105 млн долл.) вновь оказалось недостаточно для финансирования капитальных затрат (149 млн долл.), что отчасти было покрыто имеющимися у компании на балансе денежными средствами, объем которых сократился на 19 млн долл. Однако за счет роста рентабельности показатель Чистый долг/EBITDA остался на уровне 6,1.

### Обращающиеся выпуски

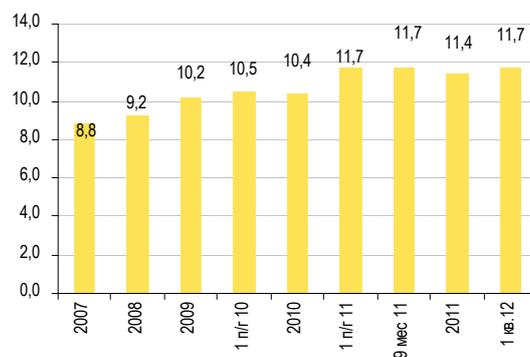
#### SCFRU (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
SovKomFlot '17	800 \$	5,38	27 окт 17	6,61

Источники: Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

### Наращивание флота возобновилось

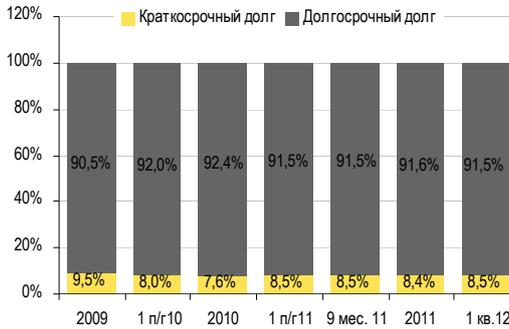
Суммарный дедвейт, млн т



Источники: данные компании

**Благоприятная срочная структура долга**

Долгосрочная и краткосрочная задолженность в 2009–1 кв.2012 гг.



Источники: отчетность компании

**В следующие два года предстоит рефинансировать треть долга**

Структура долга по срокам погашения на конец 1 кв. 2012 г.



Источники: отчетность компании

**Уровень ликвидности пока остается комфортным.** Срочная структура долга на отчетную дату оставалась благоприятной – доля краткосрочной задолженности составляла лишь 8,5%, и весь краткосрочный долг (280 млн долл.) покрывался имеющимися у компании денежными средствами (371 млн долл.). Однако учитывая масштабную инвестиционную программу Совкомфлота и сохраняющуюся слабость рынка, мы предполагаем, что в ближайший год компании едва ли удастся финансировать запланированные инвестиции исключительно за счет операционных денежных потоков, то есть мы предполагаем, что ее денежная позиция продолжит сокращаться (512 млн долл. на конец 2010 г.). В ближайшие два года компании предстоит погасить почти 1 млрд долл. долга. Таким образом, без рефинансирования ей, скорее всего, не обойтись. В то же время мы не ожидаем что у Совкомфлота, который в этот период останется подконтрольным государству, возникнут проблемы с рефинансированием.

**Относительно сроков приватизации окончательной ясности пока нет.** Совкомфлот по-прежнему значится в опубликованном недавно обновленном списке предприятий, подлежащих в ближайшие годы приватизации. Пока государство планирует продажу 50% минус одна акция компании до конца 2013 г., при этом 25% могут быть проданы уже в этом году. Однако мы сомневаемся, что государство будет готово продать Совкомфлот по низкой цене. Конъюнктура же рынка акционерного капитала до конца года едва ли существенно улучшится. Таким образом, мы не исключаем, что продажа акций Совкомфлота вновь будет отложена, что, с одной стороны, окажет поддержку котировкам ее еврооблигаций, а с другой, вызовет задержку с предоставлением обещанной помощи, поскольку часть вырученных от продажи акций средств планировалось направить в саму компанию.

**Рентабельность выросла, долговая нагрузка стабильно высокая**

Ключевые финансовые показатели Совкомфлота, млн долл.

МСФО	2009	1 н/р 10	2010	1 н/р 11	9 мес. 11	2011	1 кв.12
Выручка	1 222,1	678,6	1 312,9	732,6	1 075,6	1 438,9	394,9
Тайм-чартерный эквивалент*	932,0	496,5	943,7	484,2	697,3	927,3	257,6
ЕБИТДА	549,7	292,6	533,3	262,8	361,0	460,8	144,9
Чистая прибыль	185,3	100,4	164,3	64,2	46,6	53,7	45,4
Операц. ден. поток	514,0	254,2	461,5	224,0	310,7	404,3	105,3
Капитальные затраты	(449,1)	(216,5)	(556,5)	(567,5)	(541,9)	(603,9)	(148,8)
Чистый ден. поток	18,5	68,1	176,8	(183,9)	(164,8)	(102,2)	(26,2)
Совокупный долг	2 643,4	2 629,6	2 955,8	3 131,8	3 122,9	3 190,3	3 313,4
Краткосрочный долг	251,0	209,7	225,5	266,3	267,2	268,1	280,4
Денежные средства	335,7	400,4	512,2	319,4	334,8	389,7	371,2
Чистый долг	2 307,7	2 229,2	2 443,6	2 812,4	2 788,1	2 800,5	2 942,2
Собственный капитал	3 012,7	3 112,4	3 123,0	3 148,5	3 079,0	3 085,2	3 148,5
Активы	6 002,2	6 163,2	6 513,0	6 723,2	6 653,7	6 739,4	6 943,5
Кoeffициенты							
Норма ЕБИТДА, %	45,0	43,1	40,6	35,9	33,6	32,0	36,7
ЕБИТДА/Проц. расходы	6,1	6,9	6,8	4,1	3,4	3,7	4,8
Долг/ЕБИТДА	4,8	4,9	5,5	6,2	6,6	6,9	6,9
Чистый долг/ЕБИТДА	4,2	4,2	4,6	5,6	5,9	6,1	6,1
Долг/Собств. капитал	0,9	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0	1,1

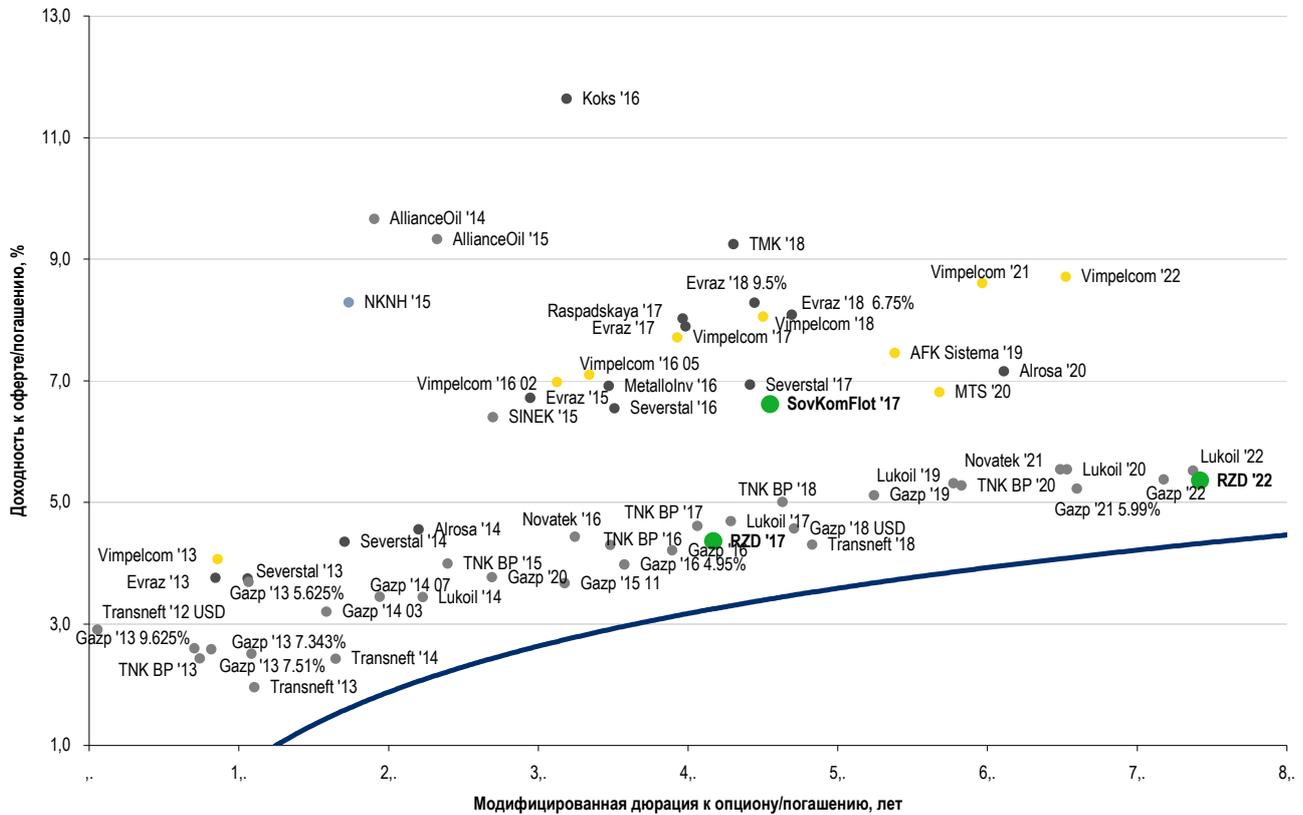
\* Доходы от фрахта и аренды за вычетом рейсовых расходов

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

**Облигации оценены справедливо.** В настоящий момент еврооблигации SCF'17 (YTM 6,6%) продолжают торговаться с дисконтом порядка 25–30 б.п. к выпускам Северстали, тогда как в конце прошлого года существовала премия. Спред к RURAIL '17 (YTM 4,3%) сохраняется на уровне 230 б.п., что мы считаем вполне обоснованным, поэтому на текущих уровнях относимся к выпуску компании нейтрально.

**Облигации оценены справедливо**

Еврооблигации российских компаний по состоянию на 8 июня 2012 г.



Источники: Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Предыдущие публикации по теме:

13 апреля 2012 Совкомфлот – Ожидаемо слабые результаты, не исключено дальнейшее ухудшение. Отчетность за 4 кв. и весь 2011 г. по МСФО

[http://www.uralsibcap.ru/products/download/120412\\_FI\\_Sovcomflot\\_4Q11%20Review.pdf?docid=12750&lang=ru](http://www.uralsibcap.ru/products/download/120412_FI_Sovcomflot_4Q11%20Review.pdf?docid=12750&lang=ru)

9 декабря 2011 г. Совкомфлот – Туманные перспективы на фоне роста долговой нагрузки. Отчетность за 3 кв. и 9 мес. 2011 г. по МСФО

[http://www.uralsibcap.ru/products/download/111209\\_Sovcomflot\\_3Q11%20Review.pdf?docid=12096&lang=ru](http://www.uralsibcap.ru/products/download/111209_Sovcomflot_3Q11%20Review.pdf?docid=12096&lang=ru)

См. таблицу на следующей странице.

### Основные финансовые показатели телекоммуникационного и транспортного секторов

Сравнение эмитентов по секторам

	Рейтинг (S&P/M/F)	Выручка, млн долл.	ЕВИТДА, млн долл.	ЕВИТДА, %	Капзатраты, млн долл.	ОДП / Капзатраты	Долг, млн долл.	Долг/ ЕВИТДА	Чист. долг/ ЕВИТДА	Коеф. тек. ликв.	Капитал/ Активы
<b>Транспорт</b>											
		1 163	262	22,5	107	2,5	519	2,0	1,4	1,4	0,6
		3 346	423	12,6	383	0,6	1 712	4,0	3,8	1,0	0,3
2009		1 222	550	45,0	449	1,1	2 643	4,8	4,2	1,1	0,5
		35 501	10 777	30,4	10 552	0,9	14 925	1,4	1,1	0,7	0,6
		517	116	22,4	98	1,0	218	1,9	1,7	0,7	0,6
<b>Развитые страны</b>											
		90 084	27 758	30,8	10 603	2,1	71 382	2,6	2,2	0,9	0,3
		5 167	1 208	23,4	538	2,2	428	0,4	0,2	0,9	0,7
		3 876	1 135	29,3	619	0,6	4 492	4,0	3,4	1,0	0,3
		2 172	558	25,7	495	0,7	5 203	9,3	8,6	1,0	0,3
<b>Телекоммуникации</b>											
		11 293	4 863	43,1	2 647	1,4	7 150	1,5	1,3	1,0	0,3
		10 513	4 932	46,9	1 757	0,4	5 661	1,1	1,0	0,7	0,5
		8 376	3 068	36,6	1 708	1,6	4 190	1,4	1,2	0,6	0,5
		28 098	7 309	26,0	4 180	1,0	15 384	2,1	1,7	1,0	0,4
		1 408	494	35,1	216	1,9	2 148	4,3	4,3	0,4	0,5
		1 167	123	10,5	42	4,2	753	6,1	4,0	0,9	0,2
<b>Транспорт</b>											
		1 383	385	27,9	300	1,0	418	1,1	0,7	1,3	0,6
		4 319	684	15,8	216	3,4	2 047	3,0	2,0	1,4	0,3
2010		1 313	533	40,6	557	0,8	2 956	5,5	4,6	1,5	0,5
		43 933	14 635	33,3	13 596	0,9	11 755	0,8	0,6	0,7	0,7
		752	138	18,3	133	0,9	231	1,7	1,4	1,0	0,6
<b>Развивающиеся страны</b>											
	A+/Aa2/A+	11 829	2 899	24,5	1 348	2,6	4 823	2	1,3	0,8	0,6
	BB+/Ba2/BBB-	5 978	1 893	31,7	936	1,4	1 892	1,0	(0,80)	-	0,6
	Kazakhstan Temir Zholy	3 963	1 126	28,4	1 398	0,9	2 032	1,8	1,2	1,1	0,6
	MISC (Malaysia)	3 928	953	24,2	-	-	3 720	3,9	2,7	1,3	0,6
<b>Развитые страны</b>											
	BBB+/Baa1/-	82 809	23 619	28,5	9 118	2,1	67 054	2,8	2,5	-	0,3
	A-/A3/A-	5 588	1 497	26,8	467	2,9	365	0,2	0,2	-	0,7
	BBB-/Baa3/BBB-	4 838	1 559	32,2	705	0,7	4 340	2,8	2,6	0,9	0,4
	BB/B2	2 069	692	33,5	343	1,2	4 946	7,1	6,0	1,1	0,3
<b>Телекоммуникации</b>											
	BB/Ba2/BB+	12 319	5 144	41,8	2 459	1,6	8 710	1,7	1,3	1,1	0,2
	BB/Ba3	23 464	9 363	39,9	6 003	1,6	27 036	2,9	2,6	0,7	0,3
	/-BB+	1 775	689	38,8	295	1,7	779	1,1	1,1	0,5	0,2
		10 070	4 004	39,8	2 816	1,0	5 077	1,3	1,2	0,4	0,5
		32 981	7 223	21,9	4 132	1,3	16 410	2,3	1,8	1,0	0,4
		1 475	97	6,6	64	0,6	848	8,7	6,0	1,0	0,2
<b>Транспорт</b>											
2011П	/Ba3/-	1 733	505	29,1	174	2,5	379	0,8	0,5	1,2	0,7
	/-BB+	5 378	646	12,0	517	0,7	2 266	3,5	2,9	1,0	0,3
	BBB-/Ba2/BBB-	1 439	461	32,0	604	0,7	3 190	6,9	6,1	1,2	0,5
	BBB/Baa1/BBB	46 129	10 610	23,0	13 015	0,7	11 869	1,1	0,7	0,7	0,7
	/Ba2/BB+	944	236	25,0	154	1,1	240	1,0	0,7	1,2	0,6
<b>Телекоммуникации</b>											
		13 578	5 426	40,0	3 123	1,4	7 721	1,4	1,3	0,8	0,3
		24 914	9 992	40,1	4 858	1,3	22 746	2,3	2,1	0,9	0,3
		11 474	4 342	37,8	2 295	1,6	5 055	1,2	0,8	1,2	0,6
		34 630	7 584	21,9	3 465	1,8	15 299	2,0	1,8	1,0	0,4
		2 112	842	39,9	275	2,2	958	1,1	1,1	0,4	0,2
		1 832	220	12,0	143	1,3	942	4,3	2,4	1,1	0,2
<b>Транспорт</b>											
2012П		2 446	680	27,8	600	0,9	540	0,8	0,6	2,0	0,7
		7 160	601	8,4	620	0,4	2 617	4,4	3,7	1,8	0,3
		1 569	526	33,5	400	0,9	3 315	6,3	5,3	0,9	0,5
		47 513	11 878	25,0	14 759	0,6	15 621	1,3	1,1	0,7	0,7
		1 071	300	28,0	255	1,1	269	0,9	0,6	0,8	0,5

Источники: данные компаний, оценка УРАЛСИБа

## 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

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru  
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru  
Дарья Васильева, vasilievada@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru  
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru  
Яна Шнайдер, shnayderyi@uralsib.ru

### Управление по рынкам долгового капитала

#### Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru  
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

#### Региональные выпуски

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

#### Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim\_gg@uralsib.ru  
Галина Гудыма, gud\_gi@uralsib.ru  
Наталья Грищенко, grischenkovane@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 Мырсыкова, myrsikovanv@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru  
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru  
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru  
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru  
Татьяна Днепровская, dnevrovskata@uralsib.ru

#### Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru  
Станислав Кондратьев, kondratievsvd@uralsib.ru

#### Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

#### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru  
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

#### Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

#### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

#### Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

#### Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru  
Константин Белов, belovka@uralsib.ru  
Николай Дьячков, dyachkovna@uralsib.ru

#### Анализ рыночных данных

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

#### Минеральные удобрения/

#### Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru  
Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

#### Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru  
Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru  
Алексей Андреев, andreevae@uralsib.ru

### Редактирование/Перевод

#### Английский язык

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

#### Русский язык

Андрей Пятигорский, pya\_ae@uralsib.ru  
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru  
Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru  
Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru  
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

#### Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. 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 2012