



12 сентября 2016 г.

Global Ports: конкуренция и регуляторные риски vs. высокая рентабельность

Global Ports - крупнейший контейнерный стивидор в России

Global Ports (-/Ba3/BB-) – крупнейший оператор портовых контейнерных терминалов в России с долей рынка 34% (по перевалке) и активами на Балтике (ПКТ, ПЛП, УЛКТ, Моби Дик) и Дальнем Востоке (ВСК) – крупнейших бассейнах по контейнерообороту. Компания также владеет двумя "сухими" терминалами около Санкт-Петербурга, 75% в двух терминалах в Финляндии (не консолидируются), а также 50% в эстонском нефтяном терминале Vopak E.O.S. (не консолидируется). Основными акционерами являются группа Н-Транс (также акционер Globaltrans) и один из крупнейших мировых контейнерных операторов APM Terminals B.V. с паритетными долями по 30,75%. Акции в свободном обращении составляют 20,5%, еще 18% принадлежит бывшим владельцам НКК, ключевого конкурента Группы, которого она купила в 2013 г.

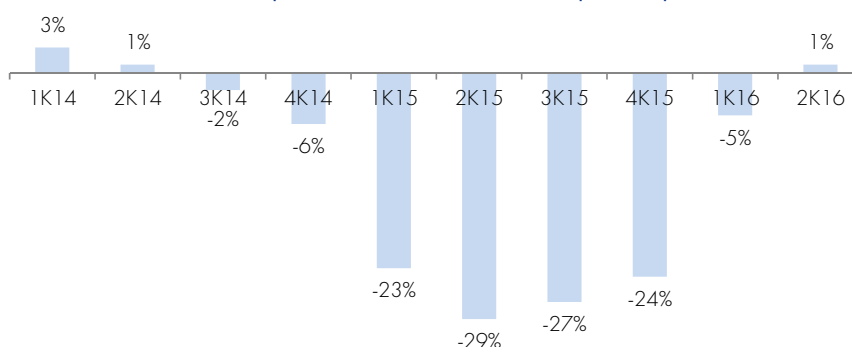
ПКТ - крупнейший актив Группы

Первый Контейнерный Терминал (ПКТ), выступающий эмитентом рублевых облигаций – крупнейший актив группы с долей 39% в контейнерообороте и 27% общих контейнерных мощностей Группы.

Появились первые признаки восстановления рынка

Поскольку контейнерный рынок сильно зависит от импортного товарооборота, он падает с момента резкой девальвации рубля в конце 2014 г. (импортные товары стали существенно дороже для покупателей, в то время как реальные располагаемые доходы и сбережения населения сократились за тот же период). Так, в 2015 г. рынок упал на 26% г./г. до 3,8 млн ДФЭ (двадцатифутовый эквивалент). По данным Global Ports, в 1П 2016 г. рынок продолжил сокращаться, но уже гораздо меньшими темпами - всего на 2% г./г. до 1,88 млн ДФЭ, при этом во 2 кв. 2016 г. намечился рост (на 1% г./г. после семи кварталов падения подряд).

Динамика российского контейнерного рынка



Источник: АСОП, данные компании

С вводом новых мощностей существенно выросла конкуренция на рынке

В то же время на фоне падения контейнерного рынка существенно выросла конкуренция между стивидорами, особенно в Балтийском бассейне, где помимо перехода части клиентов в терминал КТСП (входит в UCL Ports), в декабре 2015 г. был введен в эксплуатацию новый порт Бронка с номинальной мощностью 500 тыс. ДФЭ. Несмотря на то, что загрузка Бронки в 1П 2016 г. составила всего 5%, значительный переизбыток мощностей привел к снижению цен на услуги у многих конкурентов Global Ports, тогда как сама Группа оставила цены 2016 г. без изменений.

Global Ports придерживается стратегии "цен над объемами"

Дело в том, что в текущих сложных рыночных условиях основным приоритетом для компании является поддержание высокого свободного денежного потока для обслуживания долга (при минимуме инвестиций и отсутствии дивидендов), что достигается в первую очередь благодаря ценам, а не объемам. Поэтому еще в 2015 г. компания приняла решение сфокусироваться только на маржинальных клиентах и реализовывать стратегию "цен над объемами", что оказало негативное влияние на

Существует риск
возврата ценового
регулирующего ФАС

операционные показатели Группы (контейнерооборот упал на 22% г./г. до 647 тыс. ДФЭ в 1П 2016 г., намного больше рынка).

Мы отмечаем, что в настоящее время ФАС проводит расследование в отношении некоторых стивидоров, включая часть терминалов Группы, о несправедливом повышении цен на услуги с 2014 г., по результатам которого регулятор может оштрафовать стивидоров, а также вернуть регулирование цен в портовой отрасли с 2017 г. (были дерегулированы ФТС в 2013 г.) и принудительно конвертировать тарифы в рубли. Мы считаем, что риск принудительной конвертации валютной выручки Global Ports в рубли может ухудшить кредитный профиль компании, долг которой останется валютным.

Ключевые финансовые показатели Global Ports

в млн долл., если не указано иное	1П 2016	1П 2015	изм.
Выручка	163,7	214,3	-24%
EBITDA	111,5	153,4	-27%
Рентабельность по EBITDA	68,1%	71,6%	-3,5 п.п.
Чистая прибыль	113,4	25,4	+4,5х
Операционный поток	95,7	134,0	-29%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-10,5	-3,6	+3,0х
Капвложения	-4,6	-4,7	-2%
Финансовый поток	-84,2	-91,3	-8%
в млн долл., если не указано иное	30 июня 2016	31 дек. 2015	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	1 151,7	1 165,4	-1%
Краткосрочный долг	93,0	103,0	-10%
Долгосрочный долг	1 058,7	1 062,4	0%
Чистый долг	1 032,5	1 042,3	-1%
Чистый долг/EBITDA LTM*	4,1х	3,6х	-

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источники: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Падение объемов
перевалки привело к
ухудшению финансовых
результатов

На фоне снижения контейнерооборота выручка и EBITDA ожидаемо сократились на 24% г./г. и 27% г./г., соответственно. Global Ports продолжает оптимизировать издержки для повышения финансового результата, однако большая часть мер была предпринята еще в 2015 г., поэтому дальнейшее сокращение затрат, вероятно, будет иметь ограниченный эффект на EBITDA. Отметим, что для стивидорного бизнеса характерна высокая рентабельность, особенно в контейнерном сегменте рынка, что определяется высокой конечной стоимостью перевозимых товаров и достаточно низкими операционными издержками (которые в основном связаны с расходами на персонал - 37% в общих затратах за 1П 2016 г.). Кроме того, все тарифы компании номинированы в долларах, что с учетом девальвации рубля и преимущественно рублевых издержек позволяет поддерживать высокую рентабельность даже на падающем рынке.

Операционный денежный поток упал вслед за EBITDA на 29% г./г. и составил 96 млн долл., что при очень низких капзатратах на поддержание мощностей в размере менее 5 млн долл. позволило компании погасить долг на 52 млн долл. При этом Global Ports отказался от дивидендных выплат с 2015 г. до тех пор, пока долговая нагрузка не снизится до 1,5-2,0х Чистый долг/EBITDA.

Инвестиционные
затраты минимальны

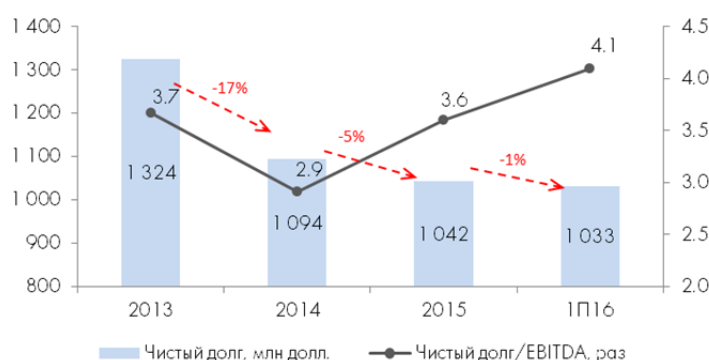
Компания ожидает, что объемы капвложений в ближайшие несколько лет останутся стабильно низкими (до 25-30 млн долл. в год) и будут состоять из инвестиций на поддержание мощностей. Напомним, что после окончания строительства Усть-Лужского контейнерного терминала в конце 2011 г. и покупки НКК в 2013 г. у Global Ports, с одной стороны, резко сократились инвестиции в развитие, а с другой – образовалось достаточно много свободных мощностей. А с учетом ухудшения рыночной конъюнктуры средний уровень загрузки еще больше снизился и в настоящее время составляет всего около 35%. При этом ранее менеджмент сообщал, что решение о строительстве новых

мощностей может быть принято только в случае, если средний уровень загрузки активов достигнет хотя бы 70% (т.е. в 2 раза больше текущего уровня).

Долговая нагрузка выросла из-за падения EBITDA

С начала года компания существенно диверсифицировала кредитный портфель, который в настоящее время на 51% состоит из публичных инструментов, включая евробонд GLPRII 22 на сумму 350 млн долл. и рублевые облигации общим объемом 15 млрд руб. (были конвертированы в доллары с помощью свопа, что выглядит логично, учитывая, что вся выручка компании формируется в валюте). Все средства от размещения были направлены на рефинансирование долга, при этом средняя эффективная ставка по всему кредитному портфелю выросла с 6,5% в 2015 г. до 8,1%. Чистый долг упал на 1% г./г. до 1 032,5 млн долл., однако долговая нагрузка выросла с 3,6х до 4,1х LTM EBITDA на фоне сокращения прибыли.

Динамика долговой нагрузки Global Ports



Источник: данные компании

График погашения на 2 ближайших года выглядит комфортно

Согласно текущему графику погашения задолженности, Global Ports должен выплатить 44 млн долл. до конца 2016 г. и 64 млн долл. в следующем году. Мы считаем, что с учетом накопленных денежных средств на конец 1П 2016 г., а также по-прежнему высокой рентабельности, компания способна обслуживать данный долг.

График погашения долга Global Ports, млн долл.



Источник: данные компании

Fitch снизил рейтинг до BB-

После выхода отчетности компании за 1П 2016 г. Fitch понизил кредитный рейтинг Global Ports на 1 ступень до BB- и изменил прогноз на "негативный", что было обусловлено более существенным, чем ожидалось, сокращением контейнерооборота российских терминалов Global Ports.

Бонды GLPRII 22 все еще интересны для покупки

Бонды GLPRII 22 (YTM 5,6%) все еще (с момента размещения цена выросла на 5 п.п.) выглядят привлекательными для покупки: они торгуются с дисконтом всего 40 б.п. к кривой Евраза - по нашему мнению, дисконт должен составлять не менее 100 б.п. Global Ports имеет более низкую долговую нагрузку (4,1х LTM EBITDA, против 4,8х LTM EBITDA у Евраза в терминах Чистого долга), при этом рентабельность по EBITDA существенно

12 сентября 2016 г.

выше. Для сравнения отметим, что бонды SCFRU 23, эмитент которых также характеризуется повышенной долговой нагрузкой (3,2x LTM EBITDA), торгуются с YTM 4,6% (на 100 б.п. ниже, чем у GLPRU 22).

Рублевые облигации ПКТ-1 (YTP 11,6% @ дек. 2020 г.) котируются со спредом 317 б.п. к кривой ОФЗ, что шире, чем кредитный спред по евробондам. Возможно, ценовой рост рублевых облигаций ограничивается навесом первичного предложения (недавно ПКТ зарегистрировал новую программу рублевых облигаций общим объемом до 50 млрд руб.).

Константин Юминов

konstantin.yuminov@raiffeisen.ru

+7 (495) 221 9842

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843



#RAIF: Credit Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

АО «Райффайзенбанк»

Адрес	119121, Смоленская-Сенная площадь, 28
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Анастасия Байкова	research@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай		(+7 495) 221 9843
Станислав Мурашов		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9900 доб. 5021
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 9900 доб. 8674
Сергей Либин		(+7 495) 221 9838
Андрей Полищук		(+7 495) 221 9849
Федор Корначев		(+7 495) 221 9851
Наталья Колупаева		(+7 495) 221 98 52
Константин Юминов		(+7 495) 221 9842

Продажи

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Александр Зайцев		(+7 495) 981 2857

Торговые операции

Вадим Кононов	(+7 495) 225 9146
Карина Клевенкова	(+7 495) 721-9983
Илья Жила	(+7 495) 221 9843

Начальник Управления инвестиционно-банковских операций

Олег Гордиенко	(+7 495) 721 2845
----------------	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Тимур Файзуллин		(+7 495) 221 9856
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию информационно-аналитический бюллетень АО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются Райффайзенбанком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги и другие финансовые инструменты. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации. С более подробной информацией об ограничении ответственности Вы можете ознакомиться здесь.