

ПОЛОЖИТЕЛЬНЫЙ ТРЕНД

Опубликована отчетность за I полугодие по МСФО

Положительная операционная динамика. Группа Globaltrans, являющаяся поручителем по выпуску облигаций своей дочерней компании ОАО «НПК», опубликовала отличные финансовые результаты по МСФО за I полугодие 2009 г. Отчетность свидетельствует о росте операционных показателей, позволившем улучшить и без того комфортную ситуацию с долговой нагрузкой. В целом результаты подкрепляют нашу оценку финансового положения группы как исключительно устойчивого, и постепенное восстановление отрасли позволяет рассчитывать на его дальнейшее улучшение. Так, выручка, очищенная от платежей за инфраструктуру, перечисляемых в пользу РЖД, выросла за отчетный период на 28,2% до 408 млн долл. Увеличение было обусловлено как ростом объема перевозок (грузооборот вырос на 5%), так и повышением цен на услуги компании (на 23% в долларовом выражении, на 10% в рублевом). EBITDA повысилась на 48,1%, что обусловило повышение нормы EBITDA на 4,6 п.п. до 44,5%, то есть восстановление докризисных показателей рентабельности (2008 г.). На последнем показателе положительно сказалось снижение коэффициента порожнего пробега – с 72% в I полугодии 2009 г. до 65% в отчетном периоде. Чистая прибыль группы увеличилась в 2,2 раза до 96 млн долл. Отметим, что динамика грузооборота группы в I полугодии оказалась хуже, чем в отрасли в целом (рост на 12,9%), что мы объясняем лучшими результатами компании в 2009 г., когда она увеличила грузооборот на 3% против его падения в целом по отрасли на 12%. Во II полугодии мы ожидаем дальнейшего восстановления операционных показателей по мере повышения экономической активности в России.

Снижение стоимости заимствований и улучшение структуры долга. В отчетном периоде группа продолжала оптимизировать структуру долга, а также снижать стоимость заимствований. Так, в рамках долгосрочной стратегии по снижению доли долларового долга (большую часть выручки компания получает в рублях, что делает ее весьма подверженной валютному риску, который она, по собственному признанию, не хеджирует) Globaltrans досрочно осуществляла платежи по финансовому лизингу в долларах, что, кроме прочего, позволило ей снизить долю долларового долга до 47,4% с 64,1% на начало нынешнего года. Кроме того, группе удалось заметно снизить стоимость заимствований: эффективная ставка по банковским кредитам (доля которых в совокупном долге компании на отчетную дату составляла 65%, остальное – обязательства по финансовому лизингу) снизилась на 1,5 п.п. до 7,8%. Продолжая оптимизировать долговые обязательства, компания уже после отчетной даты досрочно погасила банковские кредиты на сумму 73,8 млн долл. и обязательства по финансовому лизингу на 54,9 млн долл., а также привлекла новые кредиты на сумму 36,3 млн долл. (без учета поступлений от размещения облигаций), что должно положительно сказаться на срочной структуре ее кредитного портфеля. На отчетную дату доля краткосрочного долга составляла 36% от совокупной задолженности, и, учитывая, что компания размещала рублевые облигации (в июле нынешнего года, в объеме, эквивалентном 96,2 млн долл.) с целью рефинансирования валютного долга, мы ожидаем, что на следующую отчетную дату эта величина останется как минимум столь же комфортной.

Комфортная долговая нагрузка, которая в перспективе будет снижаться. Совокупный объем долга группы с начала года остался практически неизменным, однако в свете впечатляющей динамики EBITDA показатель Долг/EBITDA снизился на 27 б.п. до 1,31. Отношение Чистый долг/EBITDA, напротив, увеличилось на 13 б.п. до 1,14, поскольку компания частично профинансировала капитальные затраты (в размере 148,4 млн долл.) за счет имевшихся у нее на балансе денежных средств. Тем не менее позиции ликвидности группы не дает повода для сомнений, поскольку суммарный объем неиспользованных кредитных линий (86,2 млн долл.) и денежных средств на 90% покрывают краткосрочную задолженность компании. Кроме того, насколько мы понимаем, более половины инвестиций было профинансировано в I полугодии, поэтому увеличение долга (поступления от размещения облигаций будут направлены на рефинансирование) по итогам года маловероятно, и оставшиеся капитальные вложения будут покрыты за счет операционного денежного потока.

Основные финансовые показатели Группы Globaltrans по МСФО, млн долл.

	2007	2008	2009	I пол.10	I пол.09	Изм. I пол.10/I пол.09
Выручка	605	1 145	1 163	645	557	15,8
Выручка скорр.*	413	779	685	408	318	28,2
EBITDA	177	345	285	181	127	43,1
Чистая прибыль	93	143	121	96	43	121,8
						Изм. I пол.10/2009
Совокупный долг	547	498	449	444		(1,0)
Краткосрочный долг	176	124	153	160		4,5
Денежные средства	33	112	160	58		(63,7)
Чистый долг	514	386	289	386		33,7
Собственный капитал	279	559	712	742		4,2
Активы	958	1 231	1 265	1 277		0,9
Коэффициенты						
Норма EBITDA скорр, %	42,86	44,29	41,61	44,49	39,85	
EBITDA/Проц. расходы	3,16	6,16	5,94	6,03	2,59	
Долг/EBITDA	3,09	1,44	1,58	1,31		
Чистый долг/EBITDA	2,90	1,12	1,01	1,14		
Долг/Собств. капитал	1,96	0,89	0,63	0,60		

* Скорректировано на платежи за инфраструктуру, которые перечисляются в пользу РЖД

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Выпуск предлагает привлекательную доходность. Находящийся в обращении выпуск НПК-1 торгуется с доходностью 9,07% при дюрации 2,34 года. Даже в абсолютном выражении этот уровень выглядит привлекательно для компании с более чем умеренной долговой нагрузкой. Кроме того, премия выпуска к кривой РЖД составляет порядка 250 б.п. против 80 б.п. у Трансконтейнера. Исходя из финансовых показателей обеих компаний (профиль Globaltrans более устойчив) и более высоких кредитных рейтингов Трансконтейнера (обусловленных наличием у него акционера в лице РЖД), мы оцениваем справедливый размер спреда между бумагами НПК и Трансконтейнера не более чем в 150 б.п. (текущий – около 170 б.п.). Его сужению может способствовать включение выпуска в список РЕПО ЦБ, которого эмитент предполагал добиться при размещении выпуска.

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, taveggia@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Управление торговли

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

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артеми 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

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@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 Мырсыкова, myrsikovav@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Стратегия/Политика

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

Экономика

Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Банки

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

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Андрей Богданович, bogdanovicas@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Нефть и газ

Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Ирина Булкина, bulkinaiv@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

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Кирилл Бахтин, bakhtinkv@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

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

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@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 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 Капитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Капитал 2010