

НЕФТЕГАЗОВЫЙ ЭКСПОРТ

Компания размещает еврооблигации

Новичок на внешних долговых рынках. SCF Capital Limited, SPV компании ОАО «Совкомфлот», предлагает рынку дебютный выпуск номинированных в долларах еврооблигаций сроком семь лет. Заем привлекается на общекорпоративные цели, а также на рефинансирование обеспеченных займов компании. Размещение пройдет как по программе Reg S, так и по 144A, что открывает доступ к бумагам американским инвесторам. Ранее компания привлекала на публичных долговых рынках только синдицированные кредиты на общую сумму 2,1 млрд долл. – в 2005–2007 гг. На этой неделе должно завершиться роуд-шоу, стартовавшее 12 октября, по результатам которого будет определен объем выпуска. В настоящее время рынок евробондов российских компаний достаточно узок, что при отсутствии негативного внешнего фона толкает котировки бумаг вверх. Поэтому мы уверены, что предложение со стороны компании, находящейся в 100-процентной собственности государства, вызовет большой интерес инвесторов. Кроме того, в структуру выпуска включены ковенанты (change of control), защищающие держателей в случае продажи государством пакета своих акций. Также выпуск удовлетворяет критериям для его включения в индекс EMBI, что должно увеличить его ликвидность и расширить круг потенциальных инвесторов.

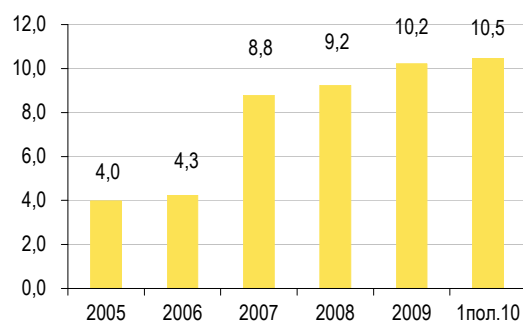
Крупнейшая судоходная компания России, 100-процентный государственный контроль. Совкомфлот является крупнейшей российской судоходной компанией с суммарным дедвейтом флота порядка 10,9 млн т. На мировом уровне компания тоже находится в числе лидеров, занимая пятое место по величине дедвейта, первое – среди владельцев и операторов танкеров-челноков арктического класса, второе – в сегменте танкеров класса «Афрамекс», первое – в сегменте танкеров-продуктовозов. ОАО «Совкомфлот» было создано в 1993 г. путем преобразования из акционерного коммерческого предприятия (АКП) «Совкомфлот», а судоходную деятельность компания начала осуществлять еще в 1973 г., получив по схеме долгосрочного лизинга два сухогруза. Сегодня в состав Совкомфлота входят около 300 компаний, которые находятся в Москве, Санкт-Петербурге, Владивостоке, Новороссийске, Одессе, Лондоне, Мадриде и Лимассоле. Государство контролирует 100% Совкомфлота, но в июле этого года компания была включена в предварительный список объектов, подлежащих приватизации в 2011–2013 гг., однако в любом случае государство намерено оставить за собой контрольный пакет. В 2007 г. в рамках стратегии по консолидации судоходных активов под контроль Совкомфлота перешел другой принадлежащий государству актив – ОАО «Новошип», что позволило практически удвоить активы объединенной компании (см. диаграмму справа).

Параметры нового выпуска

Эмитент	SCF Capital Limited
Заемщик	ОАО «Совкомфлот»
Кредитные рейтинги заемщика	NR/Baa3/BBB-
Формат выпуска	Reg S/144A
Объем выпуска	долларовый бенчмарк
Срок	7 лет
Ковенанты	"change of control"

Динамичное развитие флота в последние пять лет

Суммарный дедвейт, млн т



Источники: данные компании

Компания размещает еврооблигации

На конец I полугодия 2010 г. Совкомфлоту принадлежало 86,8% акционерного капитала Новошипа. Компания входит в число стратегических предприятий.

Современный и «молодой» флот. На текущий момент Совкомфлот на правах собственности и финансового лизинга оперирует 150 судами различных классов и функционального назначения. Среди них 127 танкеров различного назначения (в том числе 57 нефтяных, 36 танкеров-продуктовозов, 8 газовозов, 7 челноков и 4 сухогруза). Компании принадлежит крупнейший в мире флот для работы в ледовых условиях. В стадии строительства находятся еще девять судов, которые будут спущены на воду до 2013 г. Средний возраст флота – 6,4 года при среднемировом показателе на уровне 12 лет и среднем сроке службы 25 лет, что дает компании преимущество относительно конкурентов в части меньших затрат на эксплуатацию судов и меньших расходов на модернизацию и обновление.

Основные клиенты – нефтегазовые компании. Совкомфлот специализируется на транспортировке углеводородного сырья и нефтепродуктов из районов со сложной ледовой обстановкой (Балтика, Дальний Восток, Арктика). Помимо этого, разнообразный флот позволяет компании осуществлять логистическое обеспечение разработки шельфовых месторождений. Также в спектр услуг Совкомфлота входит оказание портовых услуг, технический менеджмент судов, но это скорее побочная деятельность, а основную выручку компании приносит именно транспортировка энергоресурсов. Клиенты Совкомфлота – крупнейшие российские и мировые нефтегазовые компании, среди которых Газпром, ЛУКОЙЛ, Роснефть, THK-BP, Chevron, ConocoPhillips, ExxonMobil, Shell, Total.

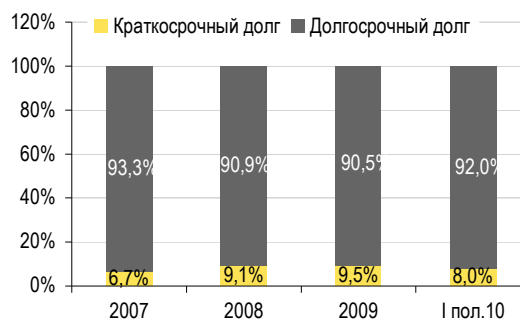
Стратегия – расширение операций на шельфовых месторождениях. Образно говоря, компания продлевает в море систему Транснефти по транспортировке российских углеводородов. В прошлом году Совкомфлот начал осваивать новые маршруты: в частности, начата перевозка сжиженного природного газа (СПГ) в рамках проекта «Сахалин-2», а также обслуживание новых проектов в Арктике и Дальневосточном регионе. Это позволило увеличить долю промышленных проектов в структуре выручки компании вдвое, что сгладило негативное воздействие неустойчивой рыночной конъюнктуры. В течение 2010–2015 гг. Совкомфлот планирует инвестировать 1,6 млрд долл. в значительное расширение деятельности на морских нефтегазовых месторождениях в части предоставления специализированных услуг в сегментах разведки, добычи и перевозки морским путем нефти и газа, а совокупные инвестиции, направленные на дальнейшую интеграцию компании в общую инфраструктуру экспорта российских нефтепродуктов, в этот период превысят 5,5 млрд долл.

При инвестировании в облигации компании необходимо принимать во внимание ряд положительных и отрицательных аспектов. Среди положительных мы выделяем следующие:

- Высокая рентабельность бизнеса. До 2009 г. рентабельность по EBITDA Совкомфлота превышала 50%, и только с наступлением кризиса, когда ставки фрахта значительно упали, этот показатель несколько снизился. По итогам I полугодия 2010 г. норма EBITDA Совкомфлота составила 43,1%. Поскольку цены на нефть держатся в довольно узком диапазоне (относительно практически четырехкратного падения в разгар кризиса), а флот компании достаточно современный (поэтому не требует высоких расходов на техническое обслуживание и модернизацию), рентабельность, на наш взгляд, должна сохраниться на данном высоком уровне.

Благоприятная срочная структура долга

Динамика долгосрочной задолженности в 2007–I полугодии 2010 гг.



Источники: отчетность компании

Компания размещает еврооблигации

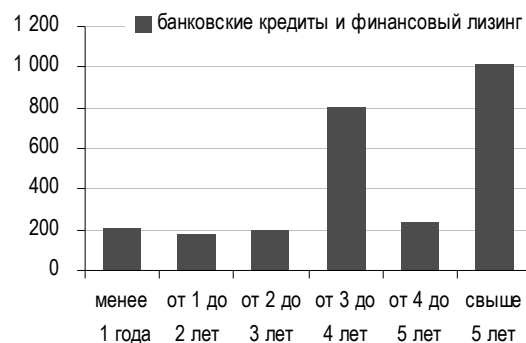
- Благоприятная срочная структура долга. Исторически при финансировании деятельности Совкомфлот полагался на средне- и долгосрочные кредиты международных финансовых институтов, что делало структуру его долга исключительно благоприятной с точки зрения сроков погашения. Так, на конец I полугодия 2010 г. доля краткосрочного долга в обязательствах компании составляла 8%, а в последние четыре года ее доля не превышала 10%. На графике справа приведена разбивка долга (с учетом обязательств по финансовому лизингу) по срокам погашения, из которой видно, что платежи распределены достаточно равномерно. Ближайший пик выплат приходится на промежуток от трех до четырех лет, когда Совкомфлоту предстоит погасить около 800 млн долл. Однако 564 млн долл. из них приходится на обязательства в рамках возобновляемых кредитных линий, которые предполагается погасить раньше срока, что позволит более равномерно распределить выплаты. А долг, привлекаемый посредством выпуска облигаций, также будет длиннее пяти лет.
- Большой объем законтракованной выручки. По состоянию на конец года компания сообщила об объеме законтракованной выручки будущих периодов в размере 4,5 млрд долл. Это сопоставимо с суммарной выручкой компании за период 2007–2009 гг.
- Профинансированное строительство новых судов. На текущий момент у Совкомфлота в стадии строительства находятся девять судов общим дедвейтом 0,69 млн т. Они должны быть введены в эксплуатацию в 2010–2013 гг., и программа их строительства уже полностью профинансирована.
- Обслуживание ключевого сектора российской экономики. Как уже было упомянуто ранее, основными клиентами Совкомфлота являются крупнейшие российские и иностранные нефтегазовые компании. Экспорт углеводородов является ключевым сектором российской экономики и, на наш взгляд, останется им еще как минимум в течение срока обращения еврооблигаций. Серьезных конкурентов на российском уровне у Совкомфлота нет: компания включена в список стратегических предприятий, более того, в рамках госстратегии происходит консолидация активов (объединение с Новошипом).

Среди негативных аспектов отметим следующие:

- Высокая долговая нагрузка. Под влиянием снизившихся ставок фрахта EBITDA компании просела в 2009 г., что увеличило долговую нагрузку Совкомфлота в терминах Долг/EBITDA с 2,9 в 2008 г. до 4,9 на конец I полугодия 2010 г. Размер краткосрочного долга на последнюю отчетную дату составлял 209,7 млн долл. при денежной позиции на уровне 400,4 млн долл. и объеме неиспользованных кредитных линий, равном 240,4 млн долл., чего в совокупности достаточно для погашения обязательств в последующие два года.
- Избыток мощностей в отрасли. В 2007–I полугодии 2008 гг., когда цены на нефть обновляли исторические максимумы, ставки по фрахту шли неуклонно вверх, что заставило многие компании отрасли увеличить мощности. Поскольку строительство новых кораблей занимает несколько лет, в ближайшие годы на рынке будет наблюдаться избыток мощностей, который будет толкать ставки вниз, оказывая давление на выручку и EBITDA судоводных компаний.
- Высокая доля обеспеченного долга. Обратной стороной банковских кредитов по относительно низким ставкам является необходимость залогового обеспечения. В настоящее время по этим кредитам заложено около 77% флота компании. Одной из целей размещения еврооблигаций является диверсификация источников финанси-

Пик погашения приходится на срок от трех до четырех лет

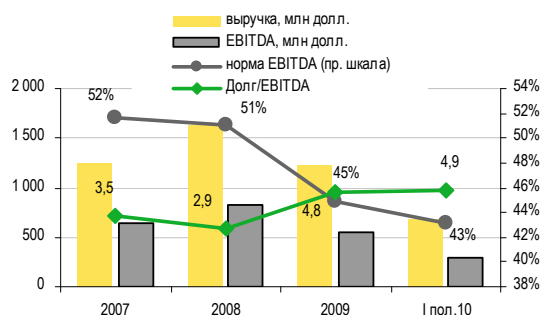
Разбивка долга по срокам погашения на 30 июня 2010 г.



Источники: отчетность компании

В кризис маржа снизилась, но остается на высоком уровне

Динамика выручки, EBITDA, рентабельности и долговой нагрузки



Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

Компания размещает еврооблигации

рования и постепенное сокращение величины заложенных активов. Однако это автоматически ставит держателей облигаций в худшее положение по отношению к прочим кредиторам Совкомфлота.

В кризис финансовый профиль компании ухудшился

Ключевые финансовые показатели Совкомфлота, млн долл.

МСФО	2007	2008	2009	I пол.10
Выручка	1 242,7	1 634,1	1 224,4	678,6
Тайм-чартерный эквивалент*	976,0	1 236,9	932,3	496,5
ЕБИТДА	641,4	834,7	550,0	292,6
Чистая прибыль	406,2	406,2	216,8	111,2
Операц. ден. поток	613,0	853,5	514,0	254,2
Капитальные затраты	(922,4)	(691,1)	(438,3)	(216,5)
Чистый ден. поток	(8,7)	21,9	39,2	68,1
Совокупный долг	2 273,5	2 417,1	2 643,4	2 629,6
Краткосрочный долг	153,2	219,3	251,0	209,7
Денежные средства	293,9	298,1	335,7	400,4
Чистый долг	1 979,6	2 119,0	2 307,7	2 229,2
Собственный капитал	2 722,5	2 817,0	3 074,9	3 112,4
Активы	5 274,6	5 727,0	6 067,6	6 163,2
Коэффициенты				
Норма ЕБИТДА, %	51,6	51,1	44,9	43,1
ЕБИТДА/Проц. расх.	7,1	9,6	6,2	6,9
Долг/ЕБИТДА	3,5	2,9	4,8	4,9
Чистый долг/ЕБИТДА	3,1	2,5	4,2	4,2
Долг/Собств. капитал	0,8	0,9	0,9	0,8

* доходы от фрахта и аренды за минусом рейсовых расходов

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

Премия к облигациям Транснефти и РЖД справедлива. Совкомфлот является частью транспортной инфраструктуры, поэтому наиболее подходящими ориентирами при определении справедливой доходности нового выпуска мы считаем выпуски Транснефти и РЖД, которые, по сути, формируют в настоящее время единую кривую. С точки зрения масштабов бизнеса компаний, а также их кредитного профиля Совкомфлот заметно уступает двум упомянутым компаниям, что и отражено в разнице в кредитных рейтингах в две ступени по версии Moody's и одну ступень по версии Fitch. Так, по размеру активов Транснефть превосходит Совкомфлот в 8 раз, РЖД – в 15 раз. Порядок разницы в выручке – 9 и 30 раз соответственно. Долговая нагрузка Совкомфлота также вдвое выше. Таким образом, предоставление премии к этим двум компаниям выглядит абсолютно обоснованно.

Совкомфлот уступает Транснефти и РЖД как по масштабам деятельности, так и по кредитному качеству

Основные финансовые показатели компаний по МСФО

млн долл.	Транснефть (BBB/Baa1/-)		РЖД (BBB/Baa1/BBB)		Совкомфлот (-/Baa3/BBB-)	
	2009	I пол.10	2009		2009	I пол.10
Выручка	11 050	6 929	36 338		1 224	679
ЕБИТДА	6 812	3 649	10 394		550	293
Чистая прибыль	3 836	1 841	4 791		217	111
Совокупный долг	18 297	18 103	21 489		2 643	2 630
Краткосрочный долг	375	470	4 262		251	210
Денежные средства	9 380	8 845	2 462		336	400
Чистый долг	8 916	9 257	19 027		2 308	2 229
Собственный капитал	22 533	23 581	56 058		3 075	3 112
Активы	46 949	48 723	92 365		6 068	6 163
Коэффициенты						
Норма ЕБИТДА, %	61,65	52,70	28,60		44,92	43,12
ЕБИТДА/Проц. расходы	12,70	13,37	14,36		6,24	6,91
Долг/ЕБИТДА	2,56	2,50	2,07		4,81	4,90
Чистый долг/ЕБИТДА	1,25	1,30	1,83		4,20	4,20
Долг/Собств. капитал	0,81	0,80	0,38		0,86	0,84

Источники: отчетность компаний, оценка УРАЛСИБа

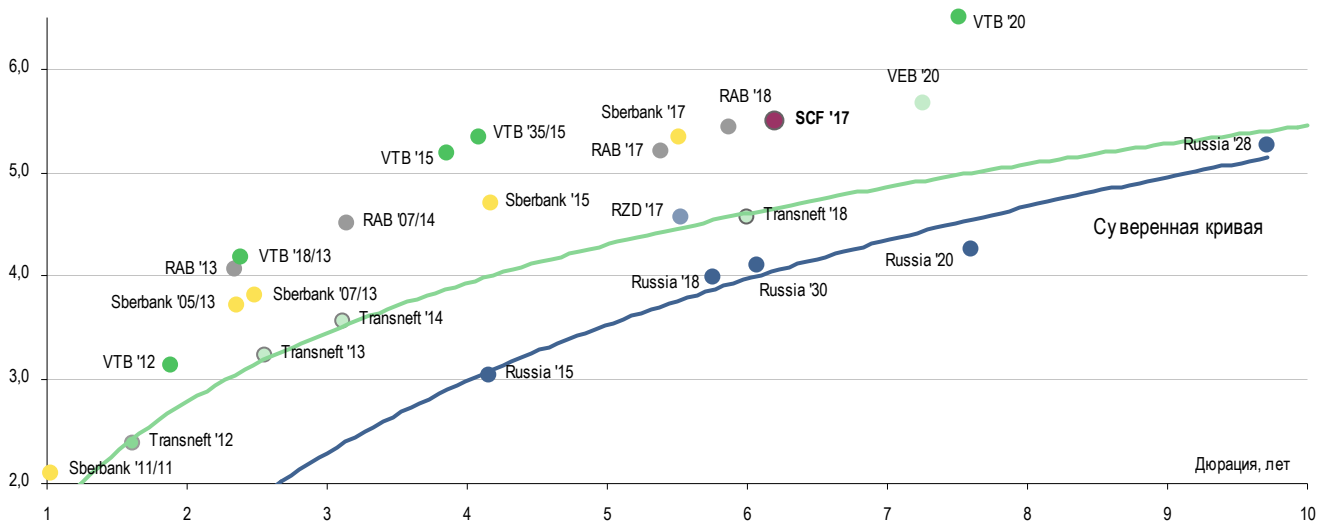
Справедливый размер данной премии мы оцениваем в 60–70 б.п., что предполагает доходность для семилетнего выпуска SCF '17 на уровне 5,25–5,35% при текущем уровне рынка. Вчера был озвучен предварительный ориентир по до-

Компания размещает еврооблигации

ходности в размере 5,5%, таким образом, премия относительно оцениваемой нами справедливой доходности выпуска составляет 15–25 б.п. Мы рекомендуем участвовать в размещении.

Рекомендуем участвовать в размещении

Диаграмма доходностей квази-государственных евробондов по состоянию на 19 октября 2010 г.



Источники: Bloomberg, 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

Коррадо Таведжиа, taveggiac@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

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Союшкина, 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, 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, myrsikovanv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Стратегия/Политика

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

Макроэкономика

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

Банки

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

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushsds@uralsib.ru

Английский язык

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

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
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

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

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

Потребительский сектор/Недвижимость

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

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрюг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru
Полина Воробьева, vorobievapa@uralsib.ru
Екатерина Трофилеева, trofileevaeg@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 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 2010