

НЕБЛАГОПРИЯТНАЯ РЫНОЧНАЯ КОНЪЮНКТУРА ПРОДОЛЖАЕТ НЕГАТИВНО СКАЗЫВАТЬСЯ НА РЕЗУЛЬТАТАХ

ОТЧЕТНОСТЬ ЗА 1 п/г 2011 Г. ПО МСФО

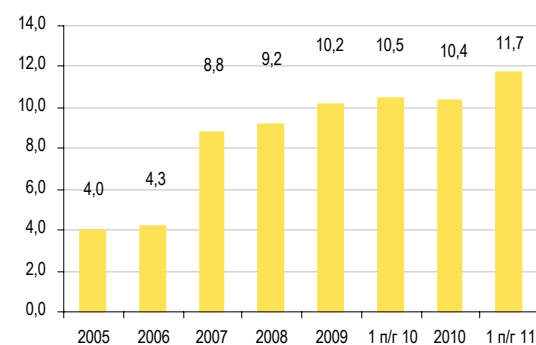
Снижение рентабельности на фоне неблагоприятной рыночной конъюнктуры. Крупнейшая российская судоходная компания «Совкомфлот» опубликовала слабые результаты за 1 п/г 2011 г. по МСФО. Выручка в отчетном периоде возросла на 8,0% до 732,6 млн долл., причем тайм-чартерный эквивалент снизился на 2,5% до 484,2 млн долл. ввиду опережающего роста (+36,5%) 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 4,1%, общие и административные расходы – на 9,3%), в итоге операционная прибыль Совкомфлота сократилась на 15,5%, EBITDA – на 10,2%, а рентабельность по EBITDA снизилась с 41,3% до 35,9%. Чистая прибыль по итогам 1 п/г 2010 г. составила 64,2 млн долл. (-36,1%). Результаты оказались несколько лучше, чем во 2 п/г 2010 г.: выручка увеличилась на 15,5%, тайм-чартерный эквивалент – на 8,3%, EBITDA – на 9,2%, а чистая прибыль осталась на уровне прошлого полугодия, но норма EBITDA продолжила падать (-2,1 п.п.). До конца года Совкомфлот не ожидает восстановления ставок фрахта, и, поскольку возможность сдерживать расходы весьма ограничена (в частности, компании неподконтрольна стоимость топлива, а также расходы на оплату персонала – ввиду повышения социального налога), давление на маржу в этом году сохранится.

Объем законтракованной выручки – 5,5 млрд долл. На конец 1 п/г 2011 г. объем законтракованной выручки Совкомфлота составлял 5,5 млрд руб., что позволяет компании получать большую часть выручки за счет долгосрочных контрактов (основными клиентами оператора – российские и зарубежные нефтегазовые компании) и уменьшить зависимость от колебаний рыночной конъюнктуры.

Постоянное обновление флота потребует поддержания высоких капитальных расходов. В 1 п/г 2011 г. компания ввела в эксплуатацию 11 новых судов (против 13 за весь 2010 г.), суммарный дедвейт увеличился на 1,3 млн т. Таким образом компания сейчас проходит фазу активных инвестиций, портфель ее заказов состоит из 17 судов общим дедвейтом порядка 1,8 млн т против 19 судов дедвейтом 2,1 млн т на конец 2010 г. За счет новых заказов Совкомфлот поддерживает относительно низкий средний возраст собственного флота, который составляет 6,6 года против среднемирового уровня 11 лет. Однако активное увеличение числа судов в настоящее время сомнительно, поскольку в отрасли будет еще несколько лет наблюдаться переизбыток мощностей, и за счет этого компания лишь увеличивает свою долговую нагрузку.

Компания вновь начала наращивать флот

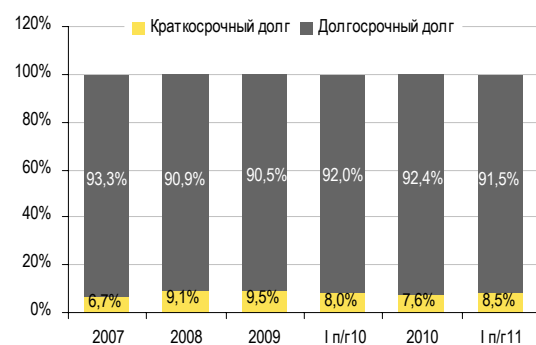
Суммарный дедвейт, млн т



Источники: данные компании

Исторически низкая доля краткосрочного долга

Долгосрочная и краткосрочная задолженность в 2007–1 п/г 11 гг.



Источники: отчетность компании

Пик погашения приходится на срок после пяти лет

Структура долга по срокам погашения на конец 1 п/г 11 г.



Источники: отчетность компании

Долговая нагрузка продолжает расти... С начала года совокупный долг Совкомфлота увеличился на 6,0% до 3,13 млрд долл., в результате чего долговая нагрузка компании, выраженная показателем Чистый долг/ЕБИТДА, возросла с 4,6 до 5,6, что уже довольно много с учетом остающихся низкими ставок фрахта. Тем не менее, несмотря на относительно высокий левередж, Совкомфлоту присвоены довольно высокие кредитные рейтинги: S&P и Fitch оценивают собственную кредитоспособность компании на уровне «bb» и «BB+». Исходя из действующих контрактов на достройку заказанных судов, сроки поставки которых попадают на период 2012–2014 гг., Совкомфлоту потребуется внести еще 1,1 млрд долл. (из контрактной стоимости, равной 1,37 млрд долл., на конец 1 п/г компанией было оплачено только 266,7 млн долл.), что сопоставимо с двумя годовыми ЕБИТДА Сокомфлота. Таким образом, на фоне новых заимствований течение ближайших лет долговая нагрузка компании вряд ли снизится, особенно в свете падения рентабельности.

...но структура долга остается весьма благоприятной. На конец 1 п/г 2011 г. доля краткосрочной задолженности составляла 266,3 млн долл., или всего 8,5% от совокупного долга, что с запасом покрывается имеющимися у компании денежными средствами (319,4 млн долл.). В течение ближайших пяти лет среднегодовой объем погашения долга Совкомфлота составит порядка 200 млн долл. – такую сумму компания вполне в состоянии профинансировать за счет ЕБИТДА, если ограничит капитальные расходы. Пик погашений долга Совкомфлота приходится на период после 2015 г., что свидетельствует о прочных позициях ликвидности Совкомфлота.

Снижение рентабельности и рост долговой нагрузки

Ключевые финансовые показатели Совкомфлота, млн долл.

МСФО	2007	2008	2009	I n/r 10	2010	I n/r 11
Выручка	1 242,7	1 634,1	1 222,1	678,6	1 312,9	732,6
Тайм-чартерный эквивалент*	976,0	1 236,9	932,0	496,5	943,7	484,2
ЕБИТДА	641,4	834,7	549,7	292,6	533,3	262,8
Чистая прибыль	406,2	406,2	185,3	100,4	164,3	64,2
Операц. ден. поток	613,0	853,5	514,0	254,2	461,5	224,0
Капитальные затраты	(922,4)	(691,1)	(449,1)	(216,5)	(556,5)	(567,5)
Чистый ден. поток	(8,7)	21,9	18,5	68,1	176,8	(183,9)
Совокупный долг	2 273,5	2 417,1	2 643,4	2 629,6	2 955,8	3 131,8
Краткосрочный долг	153,2	219,3	251,0	209,7	225,5	266,3
Денежные средства	293,9	298,1	335,7	400,4	512,2	319,4
Чистый долг	1 979,6	2 119,0	2 307,7	2 229,2	2 443,6	2 812,4
Собственный капитал	2 722,5	2 787,6	3 012,7	3 112,4	3 123,0	3 148,5
Активы	5 274,6	5 694,1	6 002,2	6 163,2	6 513,0	6 723,2
Коэффициенты						
Норма ЕБИТДА, %	51,6	51,1	45,0	43,1	40,6	35,9
ЕБИТДА/Проц. расходы	7,1	9,6	6,1	6,9	6,8	4,1
Долг/ЕБИТДА	3,5	2,9	4,8	4,9	5,5	6,2
Чистый долг/ЕБИТДА	3,1	2,5	4,2	4,2	4,6	5,6
Долг/Собств. капитал	0,8	0,9	0,9	0,8	0,9	1,0

* Доходы от фрахта и аренды за вычетом рейсовых расходов

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

Совкомфлот – один из лидеров по доходности облигаций среди российских эмитентов с рейтингами инвестиционной категории. Несмотря на продолжающееся ослабление финансового положения, Совкомфлот остается сильным игроком на мировом рынке морских перевозок. В период распродаж спред к долларovým свопам по выпуску SCF'17 (YTM 5,8%) расширился с 285 б.п. до 442 б.п., а премия к выпуску RURAIL '17 увеличилась с 80 б.п. до 100 б.п. В настоящее время доходность SCF'17 является наибольшей среди бумаг с рейтингами категории «BBB», и, на наш взгляд, выпуск заслуживает включения в инвестиционный портфель. Кроме того, IPO компании откладывается как минимум до 2 кв. 2012 г., благодаря чему откладывается и исключение облигаций компании из индекса EMBI+.

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

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, feltsmand@uralsib.ru

Управление торговли

Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru
Александр Глебов, glebovav@uralsib.ru
Александр Доткин, dotkinas@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

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru
Ольга Степаненко, stepanenkaa@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@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
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievds@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

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Банки

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

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

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

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 Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru
Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru
Алексей Смородин, smorodinay@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 Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2011