

ТУМАННЫЕ ПЕРСПЕКТИВЫ НА ФОНЕ РОСТА ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ

ОТЧЕТНОСТЬ ЗА 3 КВ. И 9 МЕС. 2011 Г. ПО МСФО

Негативная динамика сохраняется. Крупнейшая российская судоходная компания «Совкомфлот» опубликовала отчетность за 3 кв. и 9 мес. 2011 г. по МСФО, вновь показав ухудшение финансовых результатов. Выручка за 9 мес. возросла на 7,9% год к году до 1,08 млрд долл., тогда как тайм-чартерный эквивалент снизился на 3,5% до 697,3 млн долл. вследствие опережающего роста (+37,9%) рейсовых расходов. Ставки фрахта остаются на локальных минимумах последних нескольких лет, в то время как операционные расходы увеличиваются (расходы на эксплуатацию судов выросли на 7,4%, общие и административные расходы – на 5,8%), в итоге операционная прибыль Совкомфлота сократилась на 21,3%, EBITDA – на 13,7%, а рентабельность по EBITDA снизилась с 41,9% до 33,6%. Чистая прибыль по итогам 9 мес. составила 46,6 млн долл. (-53,5%), то есть чистый убыток в 3 кв. равен 17,6 млн долл. Основными причинами убытка стали растущие расходы, как операционные, так и процентные – последние увеличились на 39,4% по причине роста совокупного долга. Если в 1 п/г компания продемонстрировала некоторое улучшение относительно 2 п/г 2010 г., то в 3 кв. результаты вновь начали ослабевать. Так, темп прироста расходов увеличился, а норма EBITDA снизилась до 28,6% с 35,9% в 1 п/г. И четвертый квартал, и весь следующий год будут также тяжелыми для отрасли в целом и для Совкомфлота в частности, поскольку переизбыток мощностей и низкие темпы восстановления мировой экономики препятствуют росту ставок фрахта. Таким образом, мы ожидаем дальнейшего снижения рентабельности, в то же время, как один из крупнейших морских перевозчиков энергоносителей, Совкомфлота обеспечен долгосрочными контрактами с нефтегазовыми компаниями, что снижает его зависимость от колебаний рыночной конъюнктуры. На отчетную дату объем законтрактованной выручки компании составлял 5,5 млрд долл.

Темпы инвестирования снижаются, что оправдано текущей конъюнктурой рынка. В 3 кв. компания не увеличивала портфель заказов на строительство и не вводила в эксплуатацию новые суда, что вполне отвечает текущей рыночной ситуации, предполагающей, что переизбыток мощностей будет наблюдаться в отрасли еще в течение нескольких лет. Благодаря масштабным инвестициям, осуществленным в последние годы, средний возраст флота компании является одним из самых низких в мире и составляет 6,8 лет, что практически вдвое ниже среднемирового уровня. Всего за 9 мес. Совкомфлот ввел в эксплуатацию 11 новых судов (13 за весь 2010 г.) и суммарный дедвейт увеличился на 1,3 млн т. Компанией заказаны еще 17 судов общим дедвейтом порядка 1,8 млн т и стоимостью 1,4 млрд долл.

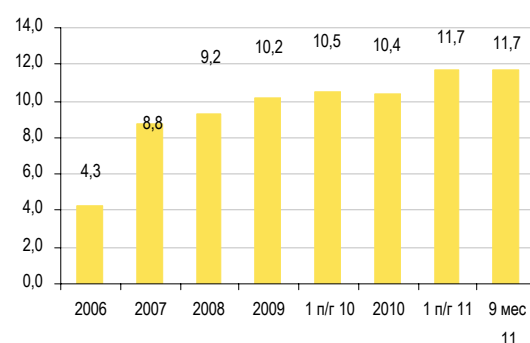
Обращающиеся выпуски Совкомфлота

Выпуск	Купон, %	Оф/Пог.	Валюта	Доходн., %
Sovcomflot "17	5,38	27.10.2017	USD	7,65

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Наращивание флота приостановлено

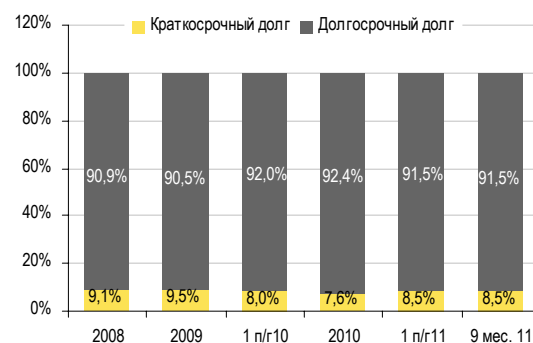
Суммарный дедвейт, млн т



Источники: данные компании

Исторически низкая доля краткосрочного долга

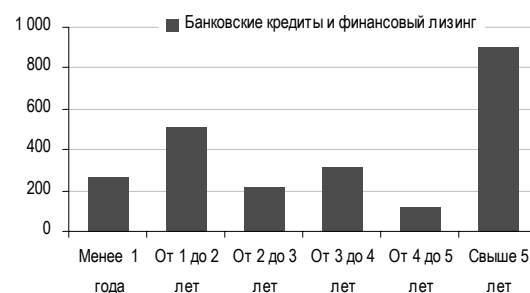
Долгосрочная и краткосрочная задолженность в 2008–9 мес. 11 гг.



Источники: отчетность компании

В следующие два года предстоит рефинансировать четверть долга

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



Источники: отчетность компании

Долговая нагрузка продолжает расти. Хотя за 3 кв. совокупный объем долга Совкомфлота практически не изменился, за счет снижения маржи долговая нагрузка компании, выраженная показателем Чистый долг/ЕБИТДА, возросла с 5,6 до 5,9, и с учетом остающихся низкими ставок фрахта похоже, что это не предел. Ухудшающиеся кредитные метрики стали причиной снижения агентством Moody's рейтинга эмитента на одну ступень до «Ba1». Мы также отмечаем стремительно снижающийся коэффициент ЕБИТДА/Процентные расходы, который с начала года снизился вдвое до 3,4.

Структура долга благоприятная, но через год перед компанией встанет проблема рефинансирования. Временная структура долга на отчетную дату оставалась благоприятной – доля краткосрочной задолженности составляла всего 8,5%, и весь краткосрочный долг (267,2 млн долл.) покрывался имеющимися у компании денежными средствами (319,4 млн долл.). Однако в перспективе двух лет картина вырисовывается уже не столь радужная. В этот период компании предстоит погасить 778,9 млн долл. Кроме того, 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 3 кв. компанией было оплачено только 278,8 млн долл.). При этом годовая ЕБИТДА Совкомфлота снизилась до 470 млн долл., и компания, скорее всего, не сможет осуществить платежи только за счет собственных средств.

Приватизация пока откладывается. Согласно последним заявлениям, планировавшаяся ранее на конец этого – начало следующего года приватизация 25% акций Совкомфлота откладывается из-за сложной ситуации на финансовых рынках. В текущих условиях это скорее негативная новость, поскольку часть вырученных средств государство планировало передать компании для улучшения ее финансового профиля. Мы уверены, что приватизация состоится, как только рыночные условия это позволят, и еще раз подчеркнем, что как минимум в течение года ликвидности компании ничего не угрожает.

Снижение рентабельности и рост долговой нагрузки

Ключевые финансовые показатели Совкомфлота, млн долл.

МСФО	2007	2008	2009	1 п/г 10	2010	1 п/г 11	9 мес. 11
Выручка	1 242,7	1 634,1	1 222,1	678,6	1 312,9	732,6	1 075,6
Тайм-чартерный эквивалент*	976,0	1 236,9	932,0	496,5	943,7	484,2	697,3
ЕБИТДА	641,4	834,7	549,7	292,6	533,3	262,8	361,0
Чистая прибыль	406,2	406,2	185,3	100,4	164,3	64,2	46,6
Операц. ден. поток	613,0	853,5	514,0	254,2	461,5	224,0	310,7
Капитальные затраты	(922,4)	(691,1)	(449,1)	(216,5)	(566,5)	(567,5)	(541,9)
Чистый ден. поток	(8,7)	21,9	18,5	68,1	176,8	(183,9)	(164,8)
Совокупный долг	2 273,5	2 417,1	2 643,4	2 629,6	2 955,8	3 131,8	3 122,9
Краткосрочный долг	153,2	219,3	251,0	209,7	225,5	266,3	267,2
Денежные средства	293,9	298,1	335,7	400,4	512,2	319,4	334,8
Чистый долг	1 979,6	2 119,0	2 307,7	2 229,2	2 443,6	2 812,4	2 788,1
Собственный капитал	2 722,5	2 787,6	3 012,7	3 112,4	3 123,0	3 148,5	3 079,0
Активы	5 274,6	5 694,1	6 002,2	6 163,2	6 513,0	6 723,2	6 653,7
Коэффициенты							
Норма ЕБИТДА, %	51,6	51,1	45,0	43,1	40,6	35,9	33,6
ЕБИТДА/Проц. расходы	7,1	9,6	6,1	6,9	6,8	4,1	3,4
Долг/ЕБИТДА	3,5	2,9	4,8	4,9	5,5	6,2	6,6
Чистый долг/ЕБИТДА	3,1	2,5	4,2	4,2	4,6	5,6	5,9
Долг/Собств. капитал	0,8	0,9	0,9	0,8	0,9	1,0	1,0

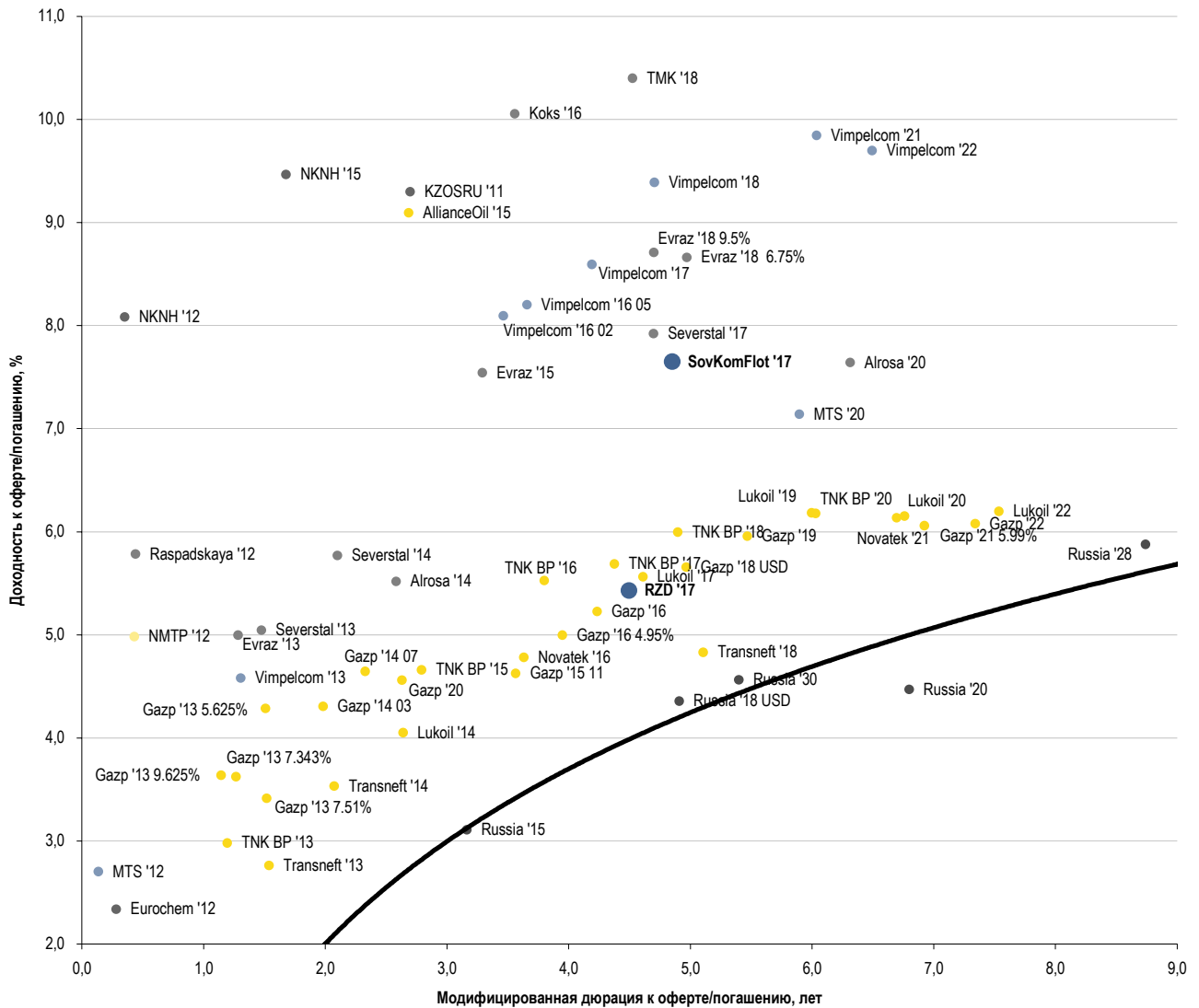
* Доходы от фрахта и аренды за вычетом рейсовых расходов

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

Большая премия относительно остальных государственных эмитентов справедлива. Выпуск SCF'17 (YTM 7,65%) торгуется с наибольшей доходностью среди всех бумаг с рейтингами инвестиционной категории и примерно на одном уровне с бондами Северстали, рейтинги которой на одну-три ступени ниже. Вероятность поддержки Совкомфлота государством в случае возникновения такой необходимости, по нашим оценкам, высокая, однако ухудшающиеся кредитные метрики компании, на наш взгляд, продолжат оказывать давление на котировки выпуска. Премия SCF'17 к RURAIL '17 с сентября увеличилась со 100 б.п. до 220 б.п., что мы считаем вполне обоснованным и поэтому придерживаемся нейтрального взгляда на еврооблигации Совкомфлота.

Широкая премия относительно остальных эмитентов в государственности оправдана

Еврооблигации корпоративных эмитентов по состоянию на 8 декабря 2011 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

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
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
Ольга Степаненко, stepanenkkooa@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, myrsikovann@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru
Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievsd@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 Девятов, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
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, degtyarevnm@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

Английский язык

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

Потребительский сектор/Недвижимость

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

Редактирование/Перевод

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@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

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