

ОЖИДАЕМО СЛАБЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ, НЕ ИСКЛЮЧЕНО ДАЛЬНЕЙШЕЕ УХУДШЕНИЕ

Отчетность за 4 кв. и полный 2011 Г. по МСФО

Лучше, чем в 3 кв., но в целом результаты слабые. Вчера Совкомфлот опубликовал отчетность за 4 кв. и полный 2011 г. по МСФО, которая оказалась ожидаемо слабой. Выручка в 2011 г. возросла на 9,6% год к году до 1,4 млрд долл., тогда как тайм-чартерный эквивалент (ТЧЭ) снизился на 1,7% до 927,3 млн долл. вследствие опережающего роста (+37,5%) рейсовых расходов. Ставки фрахта последних нескольких лет остаются на локальных минимумах, в то время как операционные расходы увеличиваются (расходы на эксплуатацию судов выросли на 11,0%, общие и административные расходы – на 7,8%), в итоге операционная прибыль Совкомфлота сократилась на 27,5%, EBITDA – на 13,6%, а рентабельность по EBITDA снизилась с 40,6% до 32,0%. Чистая прибыль в 2011 г. составила 53,7 млн долл., то есть упала за год на 67,3%. Что касается результатов 4 кв., то в целом они оказались несколько лучше, чем в 3 кв. Так, выручка в ТЧЭ увеличилась на 7,9% квартал к кварталу, EBITDA – на 1,6%, а чистая прибыль составила 7 млн долл. против убытка в размере 17,6 млн долл. в 3 кв. При этом стоит отметить дальнейшее снижение рентабельности – до 27,5% с 38,6% в 3 кв.

Рыночная конъюнктура не радует, но есть страховка в виде долгосрочных контрактов. Порядка 70% выручки в ТЧЭ приходится на транспортировку сырой нефти и нефтепродуктов, поступления от которой в 2011 г. снизились на 23% и 9,3% соответственно. При этом опережающими темпами развивается сегмент обслуживания шельфовых нефтегазовых проектов (20% выручки в ТЧЭ), выросший по итогам года на 49,7% благодаря контрактам с операторами месторождений. Долгосрочные контракты с нефтегазовыми компаниями определенно помогают Совкомфлоту держаться на плаву, поскольку даже в столь плохих рыночных условиях компания сумела, хоть и минимально, но нарастить выручку. Мы ожидаем, что в 2012 г. рентабельность Совкомфлота продолжит снижаться, поскольку с начала года индекс Baltic Dry идет вниз, что грозит компании дальнейшим ростом долговой нагрузки. Однако серьезного сокращения выручки мы не ждем, поскольку на отчетную дату объем законтрактованных выручки составлял у компании 5,5 млрд долл.

Темпы инвестирования снижаются, что оправдано текущей конъюнктурой рынка. В 3 кв. и 4 кв. компания не увеличивала портфель заказов на строительство и не вводила в эксплуатацию новые суда, но всего по итогам 2011 г. Совкомфлот начал эксплуатировать 11 новых судов (13 за 2010 г.) и суммарный дедвейт увеличился на 1,0 млн т. Из-за этого средний возраст флота естественным образом вырос с 6,8 года на конец 3 кв. до 7,3 года, но продолжает оставаться одним из самых низких в сравнении с показателями конкурентов. Компанией заказаны еще 15 судов общим дедвейтом порядка 1,7 млн т и стоимостью 1,3 млрд долл. Исходя из текущей плохой конъюнктуры дальнейшее наращивание

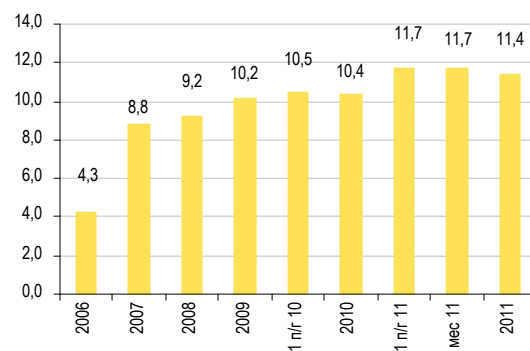
Обращающиеся выпуски

SCFRU (Bloomberg)				
Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
SovKomFlot '17	800 \$	5,38	27 окт 17	6,43

Источники: Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Наращивание флота приостановлено

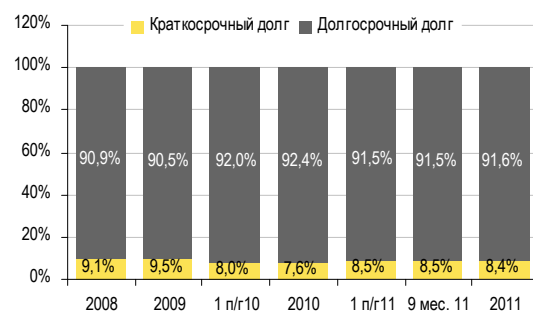
Суммарный дедвейт, млн т



Источники: данные компании

Исторически низкая доля краткосрочного долга

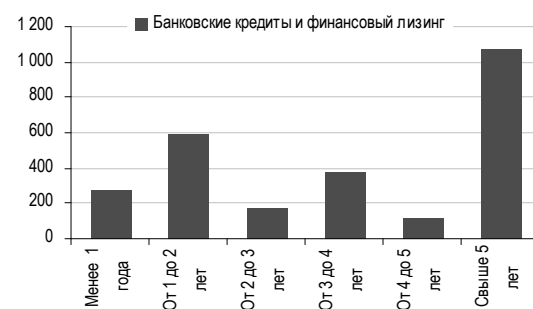
Долгосрочная и краткосрочная задолженность в 2008–2011 гг.



Источники: отчетность компании

В следующие два года предстоит рефинансировать треть долга

Структура долга по срокам погашения на конец 2011 г.



Источники: отчетность компании

флота неоправданно, но, скорее всего, отказаться от приобретения заказанных судов невозможно без штрафных санкций и потери уже уплаченных платежей, а продажа более старых судов не имеет смысла из-за низких цен.

Долговая нагрузка продолжает расти, ожидаем снижения рейтингов от S&P и Fitch. Хотя за 4 кв. совокупный объем долга Совкомфлота практически не изменился, за счет снижения маржи долговая нагрузка компании, выраженная показателем Чистый долг/EBITDA, возросла с 5,9 до 6,1, и с учетом остающихся низкими ставок фрахта похоже, что это не предел. Ухудшающиеся кредитные метрики стали причиной того, что агентство Moody's дважды снизило рейтинг эмитента до текущего уровня «Ba2». После опубликованных слабых данных мы ожидаем, что аналогичным образом поступят S&P и Fitch, в результате компания может лишиться рейтингов инвестиционного уровня. Коэффициент EBITDA/Процентные расходы увеличился относительно 3 кв. с 3,4 до 3,7, однако относительно начало года произошло снижение почти вдвое.

Последний спокойный год с точки зрения ликвидности. Временная структура долга на отчетную дату оставалась благоприятной – доля краткосрочной задолженности составляла всего 8,4%, и весь краткосрочный долг (268,1 млн долл.) покрывался имеющимися у компании денежными средствами (389,7 млн долл.). Однако уже в 2013 г. компании нужно будет погасить долг в размере 587,1 млн долл., тогда как денежный поток от операционной деятельности продолжает снижаться. В 2011 г. он составил 404,3 млн долл. и не покрывал даже капитальных затрат (603,9 млн долл.). Хотя мы ожидаем, что в ближайшие год-два инвестиционные затраты Совкомфлота будут скромнее (невыплаченная контрактная стоимость заказанных судов с поставкой до мая 2014 г. составляет 945,4 млн долл.), собственных средств для погашения долга компании будет недостаточно. В то же время мы не думаем, что Совкомфлот столкнется с проблемами при рефинансировании своего банковского долга. Единственное, что ему грозит, – это повышение ставок по кредитам.

Кредитный профиль продолжает ухудшаться

Ключевые финансовые показатели Совкомфлота, млн долл.

МСФО	2008	2009	1 н/г 10	2010	1 н/г 11	9 мес. 11	2011
Выручка	1 634,1	1 222,1	678,6	1 312,9	732,6	1 075,6	1 438,9
Тайм-чартерный эквивалент*	1 236,9	932,0	496,5	943,7	484,2	697,3	927,3
EBITDA	834,7	549,7	292,6	533,3	262,8	361,0	460,8
Чистая прибыль	406,2	185,3	100,4	164,3	64,2	46,6	53,7
Операц. ден. поток	853,5	514,0	254,2	461,5	224,0	310,7	404,3
Капитальные затраты	(691,1)	(449,1)	(216,5)	(556,5)	(567,5)	(541,9)	(603,9)
Чистый ден. поток	21,9	18,5	68,1	176,8	(183,9)	(164,8)	(102,2)
Совокупный долг	2 417,1	2 643,4	2 629,6	2 955,8	3 131,8	3 122,9	3 190,3
Краткосрочный долг	219,3	251,0	209,7	225,5	266,3	267,2	268,1
Денежные средства	298,1	335,7	400,4	512,2	319,4	334,8	389,7
Чистый долг	2 119,0	2 307,7	2 229,2	2 443,6	2 812,4	2 788,1	2 800,5
Собственный капитал	2 787,6	3 012,7	3 112,4	3 123,0	3 148,5	3 079,0	3 085,2
Активы	5 694,1	6 002,2	6 163,2	6 513,0	6 723,2	6 653,7	6 739,4
Коэффициенты							
Норма EBITDA, %	51,1	45,0	43,1	40,6	35,9	33,6	32,0
EBITDA/Проц. расходы	9,6	6,1	6,9	6,8	4,1	3,4	3,7
Долг/EBITDA	2,9	4,8	4,9	5,5	6,2	6,6	6,9
Чистый долг/EBITDA	2,5	4,2	4,2	4,6	5,6	5,9	6,1
Долг/Собств. капитал	0,9	0,9	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0

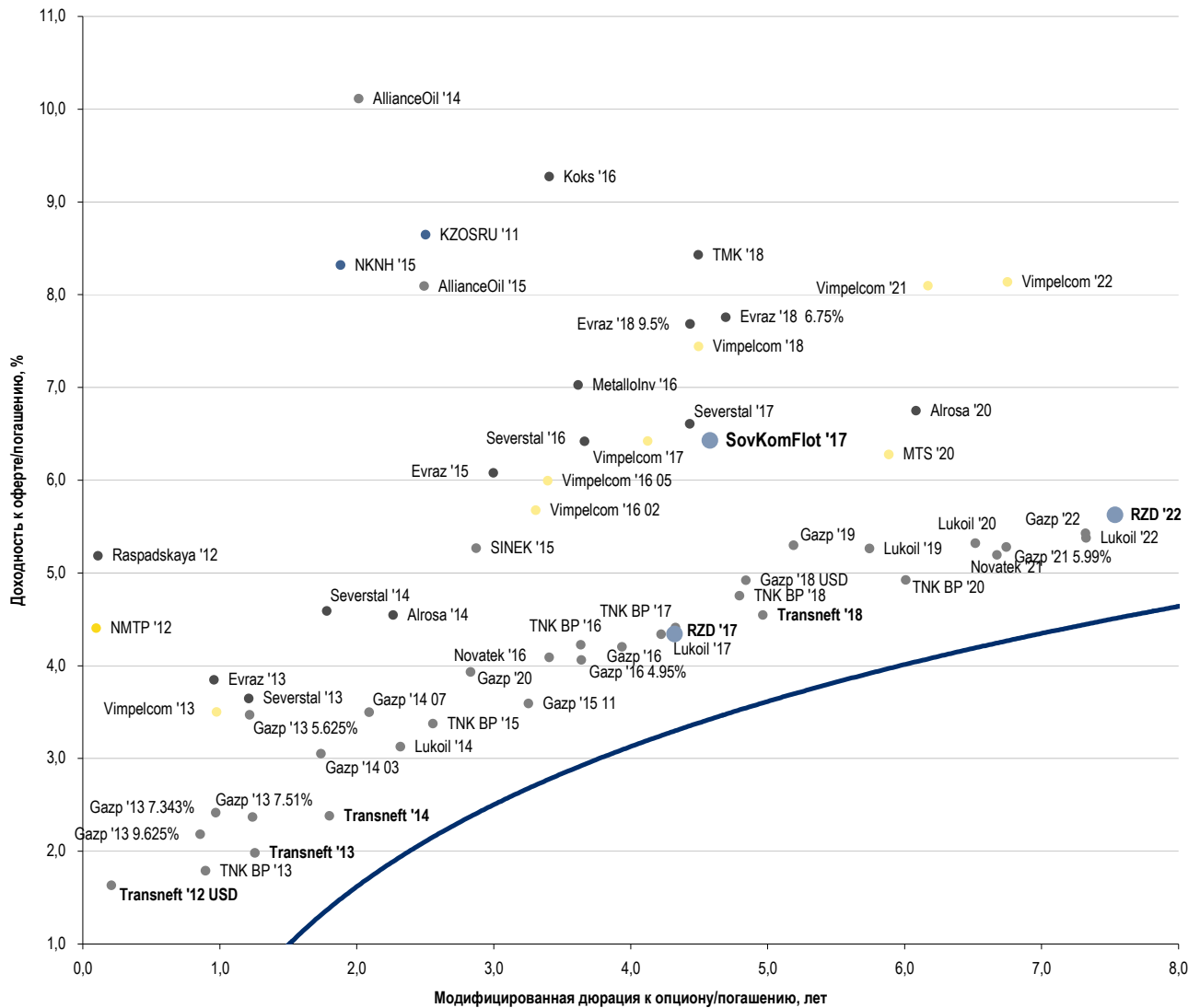
* Доходы от фрахта и аренды за вычетом рейсовых расходов

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

В случае возможного понижения рейтингов котировки евробондов окажутся под давлением. В последние несколько месяцев котировки выпуска SCF'17 (YTM 6,43%) на волне улучшения настроений росли несколько быстрее, чем в целом облигации компаний второго эшелона. В результате SCF'17 (YTM 6,43%) снова котируется с дисконтом порядка 20 б.п. к выпускам Северстали, тогда как в конце прошлого года существовала премия. В то же время спред к RURAIL '17 сохраняется на уровне 220 б.п., что мы считаем вполне обоснованным. После публикации результатов очевидно, что фундаментальных оснований для опережающего роста котировок SCF'17 нет. Более того, ввиду возможной потери эмитентом рейтингов инвестиционного уровня мы ожидаем, что выпуск окажется под давлением.

Премия к остальным компаниям в государственной собственности полностью оправдана

Еврооблигации российских компаний по состоянию на 12 апреля 2012 г.



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Предыдущие публикации по теме:

9 декабря 2011 г. Совкомфлот –Туманные перспективы на фоне роста долговой нагрузки. Отчетность за 3 кв. и 9 мес. 2011 г. по МСФО

http://www.uralsibcap.ru/products/download/111209_Sovcomflot_3Q11%20Review.pdf?docid=12096&lang=ru

14 сентября 2011 г. Совкомфлот – Неблагоприятная рыночная конъюнктура продолжает негативно сказываться на результатах. Отчетность за 1 п/г 2011 г. по МСФО

http://www.uralsibcap.ru/products/download/110914_Fl_Sovcomflot_1H11%20Review.pdf?docid=11476&lang=ru

Основные финансовые показатели телекоммуникационного и транспортного секторов

Сравнение эмитентов по секторам

	Рейтинг (S&P/M/F)	Выручка, млн долл.	ЕБИТДА, млн долл.	ЕБИТДА, %	Капзатраты, млн долл.	ОДП / Капзатраты	Долг, млн долл.	Долг / ЕБИТДА	Чистый долг / ЕБИТДА	Коэфф. тек. ликв.	Капитал / Активы
Телекоммуникации											
		9 867	4 486	45,5	2 328	1,5	8 349	1,9	1,3	1,0	0,3
		8 703	4 273	49,1	892	3,9	7 353	1,7	1,4	0,9	0,3
		8 406	3 240	38,5	1 428	1,9	3 462	1,1	0,9	0,7	0,5
		18 750	7 119	38,0	3 434	1,1	15 445	2,2	1,6	1,0	0,3
		986	323	32,8	273	0,7	2 017	6,2	6,2	0,4	0,7
		1 024	101	9,9	79	1,9	756	7,5	5,9	1,1	0,3
Транспорт											
		1 163	262	22,5	107	2,5	519	2,0	1,4	1,4	0,6
		3 346	423	12,6	383	0,6	1 712	4,0	3,8	1,0	0,3
2009		1 222	550	45,0	449	1,1	2 643	4,8	4,2	1,1	0,5
		35 501	10 777	30,4	10 552	0,9	14 925	1,4	1,1	0,7	0,6
		517	116	22,4	98	1,0	218	1,9	1,7	0,7	0,6
Развивающиеся страны											
		10 390	3 089	29,7	1 335	2,5	5 215	1,7	1,4	0,7	0,62
		5 763	1 921	33,3	1 014	1,1	1 473	0,8	(0,83)	1,9	0,63
		3 261	740	22,7	687	1,0	1 163	1,6	1,1	1,2	0,66
		3 984	765	19,2	-	-	3 915	5,1	2,0	1,3	0,60
Развитые страны											
		90 084	27 758	30,8	10 603	2,1	71 382	2,6	2,2	0,9	0,3
		5 167	1 208	23,4	538	2,2	428	0,4	0,2	0,9	0,7
		3 876	1 135	29,3	619	0,6	4 492	4,0	3,4	1,0	0,3
		2 172	558	25,7	495	0,7	5 203	9,3	8,6	1,0	0,3
Телекоммуникации											
		11 293	4 863	43,1	2 647	1,4	7 150	1,5	1,3	1,0	0,3
		10 513	4 932	46,9	1 757	0,4	5 661	1,1	1,0	0,7	0,5
		8 376	3 068	36,6	1 708	1,6	4 190	1,4	1,2	0,6	0,5
		28 098	7 309	26,0	4 180	1,0	15 384	2,1	1,7	1,0	0,2
		1 408	494	35,1	216	1,9	2 148	4,3	4,3	0,4	0,5
		1 167	123	10,5	42	4,2	753	6,1	4,0	0,9	0,2
Транспорт											
		1 383	385	27,9	300	1,0	418	1,1	0,7	1,3	0,6
		4 319	684	15,8	130	5,7	2 047	3,0	2,0	1,4	0,3
2010		1 313	533	40,6	557	0,8	2 956	5,5	4,6	1,5	0,5
		43 933	14 635	33,3	13 596	0,9	11 755	0,8	0,6	0,7	0,7
		752	138	18,3	133	0,9	231	1,7	1,4	1,0	0,6
Развивающиеся страны											
	A+/Aa2/A+	11 829	2 899	24,5	1 348	2,6	4 823	2	1,3	0,8	0,6
	BB+/Ba2/BBB-	5 978	1 893	31,7	936	1,4	1 892	1,0	(0,80)	-	0,6
	BBB-/Baa3/BBB-	3 963	1 126	28,4	1 398	0,9	2 032	1,8	1,2	1,1	0,6
	BBB/Baa1/BBB	3 928	953	24,2	-	-	3 720	3,9	2,7	1,3	0,6
Развитые страны											
	BBB+/Baa1/-	82 809	23 619	28,5	9 118	2,1	67 054	2,8	2,5	-	0,3
	A-/A3/A-	5 588	1 497	26,8	467	2,9	365	0,2	0,2	-	0,7
	BBB-/Baa3	4 838	1 559	32,2	705	0,7	4 340	2,8	2,6	0,9	0,4
	BB/B2	2 069	692	33,5	343	1,2	4 946	7,1	6,0	1,1	0,3
Телекоммуникации											
	BB/Ba2/BB+	12 319	5 144	41,8	2 459	1,6	8 170	1,6	1,3	1,1	0,2
	BB/Ba3	23 464	9 363	39,9	6 003	1,6	27 036	2,9	2,6	0,7	0,3
	/-/BB+	1 775	689	38,8	295	1,5	779	1,1	1,1	0,5	0,2
		10 651	3 959	37,2	2 130	1,5	5 308	1,3	1,2	0,8	0,5
		32 313	8 405	26,0	3 911	1,4	14 884	1,8	1,4	0,9	0,3
		1 501	156	10,4	42	4,2	848	5,4	3,8	1,0	0,2
Транспорт											
2011П	/Ba3/-	1 733	505	29,1	174	2,5	379	0,8	0,5	1,2	0,7
	/-/BB+	5 210	651	12,5	119	2,1	2 225	3,4	2,1	1,7	0,3
	BBB-/Ba2/BBB-	1 439	461	32,0	604	0,7	3 190	6,9	6,1	1,2	0,5
	BBB/Baa1/BBB	46 129	10 610	23,0	13 015	0,7	11 869	1,1	0,7	0,7	0,7
	/Ba2/BB+	944	236	25,0	154	1,1	240	1,0	0,7	1,2	0,6
Телекоммуникации											
		13 578	5 426	40,0	3 123	1,4	5 243	1,0	0,9	0,8	0,6
		24 914	9 992	40,1	4 858	1,3	22 746	2,3	2,1	0,9	0,3
		11 474	4 342	37,8	2 295	1,6	5 055	1,2	0,8	1,2	0,6
		33 928	8 826	26,0	3 465	1,8	13 773	1,6	1,4	0,8	0,3
		2 112	842	39,9	275	2,2	958	1,1	1,1	0,4	0,2
		1 832	220	12,0	143	1,3	942	4,3	2,4	1,1	0,2
Транспорт											
2012П		2 446	680	27,8	600	0,9	540	0,8	0,6	2,0	0,7
		7 160	601	8,4	170	1,6	2 617	4,4	2,3	1,8	0,3
		1 569	526	33,5	400	0,9	3 315	6,3	5,3	0,9	0,5
		47 513	11 878	25,0	14 759	0,6	15 621	1,3	1,1	0,7	0,7
		1 071	300	28,0	255	1,1	269	0,9	0,6	0,8	0,5

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

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дарья Васильева, vasilievada@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Яна Шнайдер, shnayderyi@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@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

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
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru
Татьяна Днепровская, dnevrovskata@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 Девятков, 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, degtyarevwm@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
Алексей Андреев, andreevae@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
Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@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 2012