

## ОЖИДАЕМЫЙ РОСТ ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ

### Опубликована отчетность за 1 кв. 2012 г. по МСФО

#### Падение операционных показателей на фоне изменений в структуре вагонного парка.

Группа Globaltrans, поручитель по выпуску облигаций своей дочерней компании ОАО «НПК», приступила к раскрытию отчетности на ежеквартальной основе, опубликовав вчера результаты по МСФО за 1 кв. 2012 г. Ослабление операционных показателей в связи с изменившимся соотношением между собственным и арендуемым вагонным парком на фоне высоких инвестиционных расходов привело к некоторому росту долговой нагрузки, которая, по нашей оценке, продолжила увеличиваться во 2 кв. Выручка, очищенная от инфраструктурных платежей в пользу РЖД, в отчетном периоде возросла на 5,3% (здесь и далее – год к году, если не указано иное) до 305 млн долл., что объясняется исключительно повышением цен на услуги компании (+20% в долларовом выражении), тогда как грузооборот снизился на 9% по причине 8-процентного сокращения вагонного парка. EBITDA росла значительно быстрее (+25,1%) ввиду почти двукратного сокращения расходов на аренду вагонов, как следствие, рентабельность по EBITDA поднялась на 8,0 п.п. до 50,3%. Негативным моментом стал рост коэффициента порожнего пробега на 3 п.п. до 66%. Чистая прибыль группы увеличилась на 24,9% до 95 млн долл.

#### Рост долговой нагрузки в связи с активной инвестиционной деятельностью.

Удорожание аренды вагонов заставило компанию во 2 п/г 2011 г. принять стратегическое решение о снижении доли арендованных вагонов в парке, в результате на конец 1 кв. они составляли лишь 12% вагонного парка против 16% на начало 2012 г. и 26% на конец 1 кв. 2011 г. Задавшись целью увеличить долю рынка, компания приступила к активному расширению собственного вагонного парка, сочетая органический рост и сделки M&A. Конец 1 кв. стал лишь промежуточным этапом реализации инвестиционных планов (основную часть заказанных вагонов компания получила в апреле, а в мае была закрыта сделка по покупке Металлинвесттранса), следовательно, формальное сокращение вагонного парка Globaltrans в 1 кв. (-8% до 48,5 тыс. вагонов) не должно вводить в заблуждение. С ноября 2011 г. Globaltrans заказала порядка 11 тыс. новых вагонов, кроме того, в мае парк компании пополнили 8,3 тыс. вагонов, принадлежащих Металлоинвесттрансу, покупка которого обошлась в 540 млн долл., еще 4 тыс. вагонов было приобретено у компании ТЛС за 270 млн долл. Таким образом, на начало июля вагонный парк Globaltrans состоял уже из 58,6 тыс. вагонов (+21% квартал к кварталу). Высокая инвестиционная активность ожидаемо привела к росту долга, который за 1 кв. увеличился более чем вдвое до 809 млн долл. Однако привлеченные средства на отчетную дату еще не были освоены в полном объеме и частично осели на счетах компании, в результате чего показатель Чистый долг/EBITDA увеличился несущественно – с 0,5 до 0,9.

#### Обращающиеся выпуски

GLTRLI (Bloomberg)				
Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
НПК-1	2 100 R	9,25	12 окт 12	
НПК БО-1	5 000 R	10,00	3 мар 15	10,65
НПК БО-2	5 000 R	10,00	3 мар 15	10,59

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

#### Ключевые финансовые показатели Группы Globaltrans

МСФО, млн долл.			
	2011	1 кв. 12	1 кв. 11
Выручка	1733	453	441
Выручка, скорр.*	1177	305	290
ЕБИТДА	505	153	123
Чистая прибыль	317	95	76
Совокупный долг	379	809	
Краткосрочный долг	171	215	
Денежные средства	121	346	
Чистый долг	258	463	
Собственный капитал	989	1 122	
Активы	1 468	2 037	
Коэффициенты			
Рентаб. по EBITDA, скорр.*, %	42,9	50,3	42,3
EBITDA / Процентные расходы	15,5	18,4	14,2
Долг / EBITDA	0,8	1,5	
Чистый долг / EBITDA	0,5	0,9	
Долг / Собственный капитал	0,4	0,7	

\* без учета платежей за инфраструктуру в пользу РЖД

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

**SPO позволит снизить долговую нагрузку до конца года.** Уже после отчетной даты компания привлекла еще 903 млн долл. заемных ресурсов, увеличив общий долг (с учетом запланированных на 2 кв. погашений) до 1,6 млрд долл. По нашей оценке, долговая нагрузка на конец 1 п/г в терминах Чистый долг/ЕБИТДА выросла до 2,6–2,7. Вместе с тем в настоящее время Globaltrans проводит SPO, в рамках которого планируется привлечь 400–450 млн долл. (вероятность закрытия книги по верхней границе, на наш взгляд, высокая), кроме того, во 2–4 кв. компании предстоит погасить 190,6 млн долл. старого долга, для чего ей будет достаточно собственных средств (в 1 кв. 2012 г. операционный денежный поток составил 122,3 млн долл.). Таким образом, мы рассчитываем, что на фоне улучшения операционных показателей (как минимум в течение трех лет Globaltrans будет обслуживать грузовые потоки Металлоинвеста) компания способна снизить долговую нагрузку до 1,5–1,6 ЧД/ЕБИТДА.

### Несмотря на рост долга, долговая нагрузка остается приемлемой

Основные финансовые показатели Группы Globaltrans по МСФО, млн долл.

	1 п/г 10	2010	1 п/г 11	2011	1 кв. 12	1 кв. 11	Изм. за год, %
Выручка	645	1 383	906	1 733	453	441	2,6
Выручка, скорр.*	408	903	604	1 177	305	290	5,3
ЕБИТДА	181	391	258	505	153	123	25,1
Чистая прибыль	96	226	159	317	95	76	24,9
							<b>1 кв. 12 / 2011</b>
Совокупный долг	444	519	418	379	809		113,5
Краткосрочный долг	160	191	150	171	215		25,7
Денежные средства	58	138	96	121	346		186,7
Чистый долг	386	381	322	258	463		79,2
Собственный капитал	742	884	1 042	989	1 122		13,4
Активы	1 277	1 515	1 580	1 468	2 037		38,8
<b>Коэффициенты</b>							
Рентаб. ЕБИТДА, скорр.*, %	44,49	43,29	42,75	42,91	50,29	42,29	
ЕБИТДА / Процентные расходы	6,03	8,52	14,45	15,51	18,38	14,25	
Долг / ЕБИТДА	1,31	1,33	0,89	0,75	1,51		
Чистый долг / ЕБИТДА	1,14	0,98	0,69	0,51	0,86		
Долг / Собственный капитал	0,60	0,59	0,40	0,38	0,72		

\* без учета платежей за инфраструктуру в пользу РЖД

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

**Облигации НПК предлагают привлекательную доходность.** Ослабление финансовых метрик, отраженное в отчетности за 1 кв., было ожидаемым и, кроме того, умеренным, поэтому мы не видим угроз для кредиторов компании – способность Globaltrans генерировать стабильный операционный денежный поток подтверждена временем. За период недавних распродаж доходности выпусков НПК БО-1, -2 поднялись до 10,65%, что предлагает очень привлекательную, на наш взгляд, премию относительно ОФЗ – порядка 340 б.п.

См. карту доходностей и таблицу на следующих страницах.

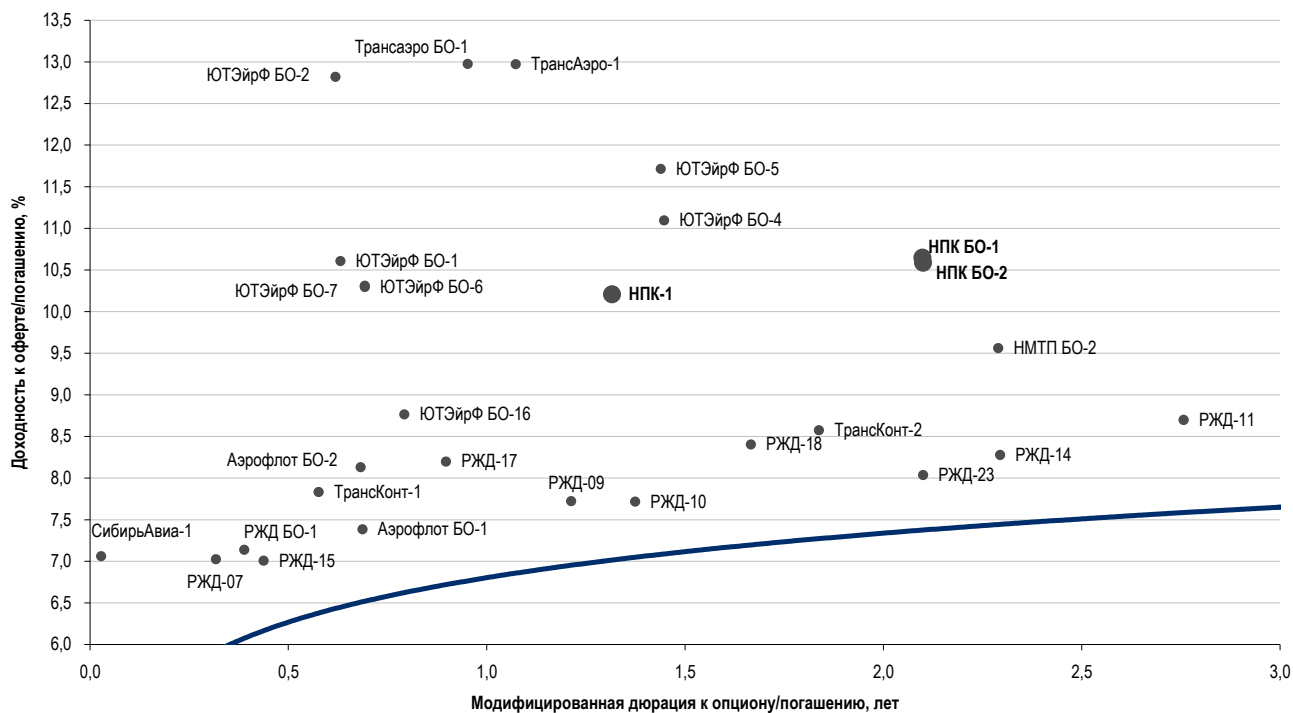
Предыдущие публикации по теме:

Апрель 13, 2012 г. Globaltrans – Отличные результаты. Опубликовано отчетность за 2011 г. по МСФО.

[http://www.uralsibcap.ru/products/download/120413\\_FI\\_Globaltrans\\_2011%20Review.pdf?docid=12753&lang=ru](http://www.uralsibcap.ru/products/download/120413_FI_Globaltrans_2011%20Review.pdf?docid=12753&lang=ru)

### Облигации НПК предлагают привлекательную премию

Рублевые облигации транспортных компаний по состоянию на 9 июля 2012 г.



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

**Основные финансовые показатели телекоммуникационного и транспортного секторов**

Сравнение эмитентов по секторам

	Рейтинг (S&P/M/F)	Выручка, млн долл.	ЕБИТДА, млн долл.	Рентаб. ЕБИТДА, %	Капзатраты, млн долл.	ОДП / Капзатраты	Долг, млн долл.	Долг / ЕБИТДА	Чистый долг / ЕБИТДА	Козф. тек. ликв.	Капитал / Активы	
<b>Транспорт</b>												
2009	Globaltrans	1 163	262	22,5	107	2,5	519	2,0	1,4	1,4	0,6	
	Аэрофлот	3 346	423	12,6	383	0,6	1 712	4,0	3,8	1,0	0,3	
	Совкомфлот	1 222	550	45,0	449	1,1	2 643	4,8	4,2	1,1	0,5	
	РЖД	35 501	10 777	30,4	10 552	0,9	14 925	1,4	1,1	0,7	0,6	
	Трансконтейнер	517	116	22,4	98	1,0	218	1,9	1,7	0,7	0,6	
<b>Развитые страны</b>												
	Deutsche Telekom	90 084	27 758	30,8	10 603	2,1	71 382	2,6	2,2	0,9	0,3	
	Tele2	5 167	1 208	23,4	538	2,2	428	0,4	0,2	0,9	0,7	
	Canadian Pacific Railway	3 876	1 135	29,3	619	0,6	4 492	4,0	3,4	1,0	0,3	
	Teekay Corp (Canada)	2 172	558	25,7	495	0,7	5 203	9,3	8,6	1,0	0,3	
<b>Телекоммуникации</b>												
	МТС	11 293	4 863	43,1	2 647	1,4	7 150	1,5	1,3	1,0	0,3	
	ВымпелКом	10 513	4 932	46,9	1 757	0,4	5 661	1,1	1,0	0,7	0,5	
	Ростелеком	8 376	3 068	36,6	1 708	1,6	4 190	1,4	1,2	0,6	0,5	
	АФК Система	28 098	7 309	26,0	4 180	1,0	15 384	2,1	1,7	1,0	0,4	
	Теле2	1 408	494	35,1	216	1,9	2 148	4,3	4,3	0,4	0,5	
	СИТРОНИКС	1 167	123	10,5	42	4,2	753	6,1	4,0	0,9	0,2	
<b>Транспорт</b>												
2010	Globaltrans	1 383	385	27,9	300	1,0	418	1,1	0,7	1,3	0,6	
	Аэрофлот	4 319	684	15,8	216	3,4	2 047	3,0	2,0	1,4	0,3	
	Совкомфлот	1 313	533	40,6	557	0,8	2 956	5,5	4,6	1,5	0,5	
	РЖД	43 933	14 635	33,3	13 596	0,9	11 755	0,8	0,6	0,7	0,7	
	Трансконтейнер	752	138	18,3	133	0,9	231	1,7	1,4	1,0	0,6	
<b>Развивающиеся страны</b>												
	Singapore Telecom	A+/Aa2/A+	11 829	2 899	24,5	1 348	2,6	4 823	2	1,3	0,8	0,6
	Turkcell	BB+/Ba2/BBB-	5 978	1 893	31,7	936	1,4	1 892	1,0	(0,8)	-	0,6
	Kazakhstan Temir Zholy	BBB-/Baa3/BBB-	3 963	1 126	28,4	1 398	0,9	2 032	1,8	1,2	1,1	0,6
	MISC (Malaysia)	BBB/Baa1/BBB	3 928	953	24,2	-	-	3 720	3,9	2,7	1,3	0,6
<b>Развитые страны</b>												
	Deutsche Telekom	BBB+/Baa1/-	82 809	23 619	28,5	9 118	2,1	67 054	2,8	2,5	-	0,3
	Tele2	A-/A3/A-	5 588	1 497	26,8	467	2,9	365	0,2	0,2	-	0,7
	Canadian Pacific Railway	BBB-/Baa3	4 838	1 559	32,2	705	0,7	4 340	2,8	2,6	0,9	0,4
	Teekay Corp (Canada)	BB/B2	2 069	692	33,5	343	1,2	4 946	7,1	6,0	1,1	0,3
<b>Телекоммуникации</b>												
	МТС	BB/Ba2/BB+	12 319	5 144	41,8	2 459	1,6	8 710	1,7	1,3	1,1	0,2
	ВымпелКом	BB/Ba3	23 464	9 363	39,9	6 003	1,6	27 036	2,9	2,6	0,7	0,3
	Теле2	/-BB+	1 775	689	38,8	295	1,7	779	1,1	1,1	0,5	0,2
	Ростелеком		10 070	4 004	39,8	2 816	1,0	5 077	1,3	1,2	0,4	0,5
	АФК Система		32 981	7 223	21,9	4 132	1,3	16 410	2,3	1,8	1,0	0,4
	СИТРОНИКС		1 475	97	6,6	64	0,6	848	8,7	6,0	1,0	0,2
<b>Транспорт</b>												
2011П	Globaltrans	/Ba3/-	1 733	505	29,1	174	2,5	379	0,8	0,5	1,2	0,7
	Аэрофлот	/-BB+	5 378	646	12,0	517	0,7	2 266	3,5	2,9	1,0	0,3
	Софкомлот	BBB-/Ba2/BBB-	1 439	461	32,0	604	0,7	3 190	6,9	6,1	1,2	0,5
	РЖД	BBB/Baa1/BBB	46 129	10 610	23,0	13 015	0,7	11 869	1,1	0,7	0,7	0,7
	Трансконтейнер	/Ba2/BB+	944	236	25,0	154	1,1	240	1,0	0,7	1,2	0,6
<b>Телекоммуникации</b>												
	МТС		13 578	5 426	40,0	3 123	1,4	7 721	1,4	1,3	0,8	0,3
	ВымпелКом		24 914	9 992	40,1	4 858	1,3	22 746	2,3	2,1	0,9	0,3
	Ростелеком		11 474	4 342	37,8	2 295	1,6	5 055	1,2	0,8	1,2	0,6
	АФК Система		34 630	7 584	21,9	3 465	1,8	15 299	2,0	1,8	1,0	0,4
	Теле2		2 112	842	39,9	275	2,2	958	1,1	1,1	0,4	0,2
	СИТРОНИКС		1 832	220	12,0	143	1,3	942	4,3	2,4	1,1	0,2
<b>Транспорт</b>												
2012П	Globaltrans		2 446	680	27,8	1 400	2,1	1 521	1,6	1,5	2,0	0,7
	Аэрофлот		7 160	601	8,4	620	0,4	2 617	4,4	3,7	1,8	0,3
	Совкомфлот		1 569	526	33,5	400	0,9	3 315	6,3	5,3	0,9	0,5
	РЖД		47 513	11 878	25,0	14 759	0,6	15 621	1,3	1,1	0,7	0,7
	Трансконтейнер		1 071	300	28,0	255	1,1	269	0,9	0,6	0,8	0,5

Источники: данные компаний, 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

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, 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, dnevrovskata@uralsib.ru

#### Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@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

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

### 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 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 2012