

### ОЧЕРЕДНОЙ СЛАБЫЙ КВАРТАЛ

#### Отчетность за 3 кв. и 9 мес. 2012 г. по МСФО

**Компания вновь стала убыточной.** Вчера Совкомфлот опубликовал отчетность за 3 кв. 2012 г. по МСФО, которая снова оказалась слабой. Так, выручка в отчетном периоде снизилась на 12,0% квартал к кварталу и на 1,9% год к году до 336,6 млн долл., а тайм-чартерный эквивалент (ТЧЭ) упал на 9,5% квартал к кварталу, но вырос на 3,1% год к году до 219,7 млн долл. Эксплуатационные и другие операционные расходы продолжили расти опережающими темпами, в результате EBITDA Совкомфлота сократилась на 13,0% квартал к кварталу, хотя год к году увеличилась на 9,1% за счет разовых расходов, понесенных в 3 кв. 2011 г. Рентабельность по EBITDA зафиксирована на уровне 31,8%, против 32,1% во 2 кв. 2012 г. и 28,6% в 3 кв. 2011 г. За 9 мес. рост доходов и EBITDA составил 3,6% и 3,9% соответственно, а рентабельность по EBITDA оказалась равной 33,7%. Более высокие показатели в этот период достигнуты исключительно за счет сильного 1 кв., когда напряженность в Персидском заливе привела к росту спроса на нефть и, соответственно, повышению ставок фрахта, однако данный эффект был краткосрочным. В 3 кв. Совкомфлот снова стал убыточным, понеся потери в размере 8,6 млн долл., однако за счет хорошего 1 кв. прибыль компании за 9 мес. составила 42,3 млн долл.

**Необходимость финансирования прошлых заказов продолжает оказывать давление на результаты компании.** Уже второй квартал подряд Совкомфлот не увеличивал портфель заказов, в котором на конец 3 кв. находилось 14 танкеров общей контрактной стоимостью 1,5 млрд долл. Из этой суммы компания пока профинансировала лишь 467,7 млн долл. Данные суда должны быть поставлены компании до октября 2014 г., соответственно, в ближайшие два года Совкомфлоту предстоит, помимо расходов на поддержание текущего флота, заплатить еще порядка 1 млрд долл. за новые танкеры.

**Долговая нагрузка стабильно высокая, денежный поток вновь отрицательный.** Совокупный долг Совкомфлота в 3 кв. практически не изменился, составив 3,3 млрд долл. Кроме того, для финансирования капитальных затрат (103,7 млн долл.) денежного потока от операционной деятельности (77,8 млн долл.) вновь оказалось недостаточно, и компании пришлось воспользоваться имеющимися у нее на балансе денежными средствами, что вкупе с высокими процентными платежами привело к сокращению денежной позиции на 69,2 млн долл. Однако показатель Чистый долг/EBITDA остался на уровне предыдущего квартала и составил 6,3.

**Уровень ликвидности пока остается комфортным, но следующие два года будут напряженными.** Срочная структура долга на отчетную дату оставалась благоприятной – доля краткосрочной задолженности, хотя и увеличилась относительно предыдущего квартала, составляла лишь 11,6%. Однако впервые за многие годы объем краткосрочного долга (382,3 млн долл.) превысил размер находящихся на балансе Совкомфлота денежных средств (302,5 млн долл.). Учитывая масштабную инвестиционную программу компании и сохраняющуюся слабость рынка, мы

#### Обращающиеся выпуски

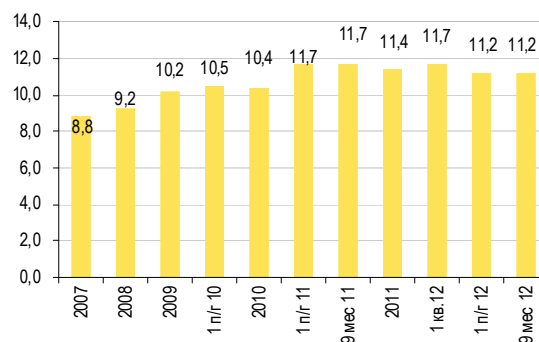
SCFRU (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
SovKomFlot '17	800 \$	5,38	27 окт 17	5,40

Источники: Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

#### Нарращивание флота приостановлено

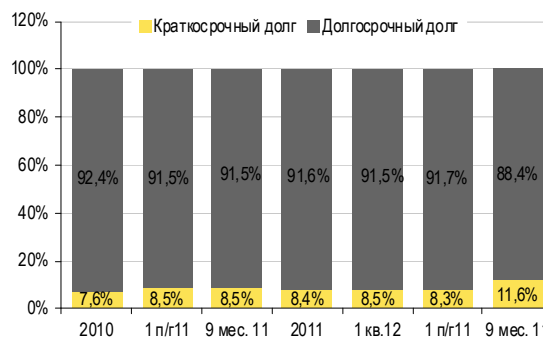
Суммарный дедейт, млн т



Источники: данные компании

#### Пока структура долга благоприятна...

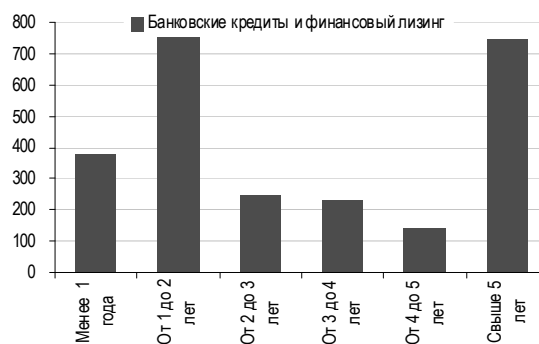
Долгосрочная и краткосрочная задолженность в 2009–1 кв. 2012 гг.



Источники: отчетность компании

#### ... но следующие два года будут напряженными

Структура долга на 1 октября 2012 г.



Источники: отчетность компании

предполагаем, что в ближайший год компании едва ли удастся финансировать запланированные инвестиции исключительно за счет операционных денежных потоков, то есть ее денежная позиция продолжит сокращаться (512 млн долл. на конец 2010 г.). Кроме того, в ближайшие два года компании предстоит погасить 1,1 млрд долл. долга. Таким образом, без рефинансирования ей, скорее всего, не обойтись. В то же время мы не ожидаем, что у Совкомфлота, который в этот период, скорее всего, останется под контролем государства, возникнут проблемы с рефинансированием.

**Сроки приватизации вновь переносятся.** Совкомфлот по-прежнему значится в опубликованном недавно обновленном списке предприятий, подлежащих в ближайшие годы приватизации. Пока государство планирует продажу 50% минус одна акция компании до конца 2013 г., при этом ранее планируемая на конец этого года продажа 25-процентного пакета была перенесена на следующий год. Практически постоянное ухудшение кредитных метрик компании и следующее за этим понижение ее рейтингов (последний раз это было сделано агентством Fitch в начале ноября) не способствуют высокой оценке Совкомфлота при его продаже, поэтому мы не исключаем, что приватизация вновь будет отложена.

### Очередной слабый квартал, денежная позиция постепенно сокращается

Ключевые финансовые показатели Совкомфлота, млн долл.

МСФО	2010	1 н/г 11	9 мес. 11	2011	1 кв.12	1 н/г 12	9 мес. 12
Выручка	1 312,9	732,6	1 075,6	1 438,9	394,9	777,7	1 114,3
Тайм-чартерный эквивалент*	943,7	484,2	697,3	927,3	257,6	500,5	720,2
ЕБИТДА	533,3	262,8	361,0	460,8	144,9	267,9	375,0
Чистая прибыль	164,3	64,2	46,6	53,7	45,4	50,9	42,3
Операц. ден. поток	461,5	224,0	310,7	404,3	105,3	267,9	345,7
Капитальные затраты	(556,5)	(567,5)	(541,9)	(603,9)	(148,8)	(247,7)	(351,4)
Чистый ден. поток	176,8	(183,9)	(164,8)	(102,2)	(26,2)	(18,7)	(91,3)
Совокупный долг	2 955,8	3 131,8	3 122,9	3 190,3	3 313,4	3 287,8	3 303,5
Краткосрочный долг	225,5	266,3	267,2	268,1	280,4	273,4	382,3
Денежные средства	512,2	319,4	334,8	389,7	371,2	371,7	302,5
Чистый долг	2 443,6	2 812,4	2 788,1	2 800,5	2 942,2	2 916,2	3 001,1
Собственный капитал	3 123,0	3 148,5	3 079,0	3 085,2	3 148,5	3 116,9	3 110,5
Активы	6 513,0	6 723,2	6 653,7	6 739,4	6 943,5	6 917,4	6 878,3
Коэффициенты, %							
Норма ЕБИТДА	40,6	35,9	33,6	32,0	36,7	34,4	33,7
ЕБИТДА/Проц. расходы	6,8	4,1	3,4	3,7	4,8	4,5	4,2
Долг/ЕБИТДА	5,5	6,2	6,6	6,9	6,9	7,1	7,0
Чистый долг/ЕБИТДА	4,6	5,6	5,9	6,1	6,1	6,3	6,3
Долг/Собств. капитал	0,9	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1

\* Доходы от фрахта и аренды за вычетом рейсовых расходов

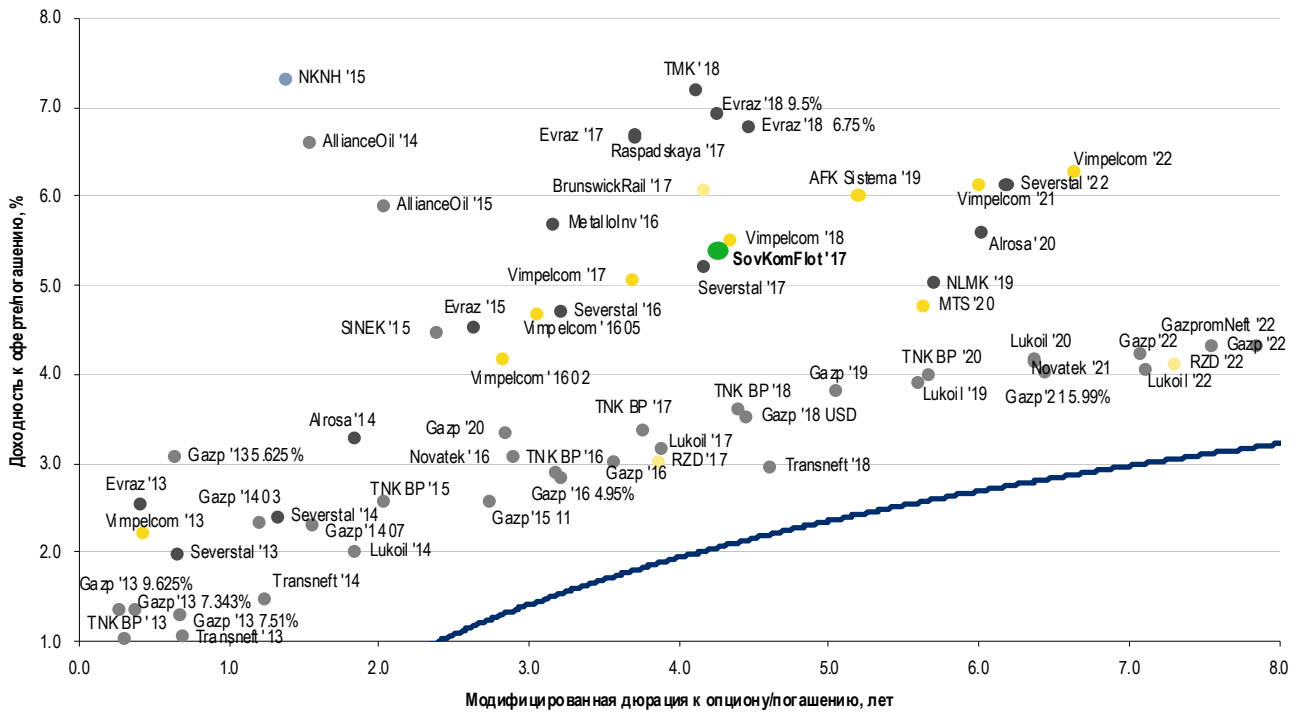
Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

**Облигации оценены справедливо.** Котировки еврооблигаций Совкомфлота в последние месяцы в целом двигаются вместе с рынком. В настоящий момент выпуск SCFRU'17 (YTM 5,4%) торгуется с премией порядка 15–20 б.п. к выпускам Северстали, обладающей близкими кредитными рейтингами, но гораздо меньшим левереджем. На этих уровнях, мы считаем, выпуск оценен справедливо, если не дорого, поэтому мы относимся к нему нейтрально.

См. график на следующей странице.

**Потенциал роста котировок отсутствует**

Еврооблигации российских компаний по состоянию на 28 ноября 2012 г.



Источники: Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Предыдущие публикации по теме:

13 апреля 2012 Совкомфлот – Ожидаемо слабые результаты, не исключено дальнейшее ухудшение. Отчетность за 4 кв. и весь 2011 г. по МСФО

[http://www.uralsibcap.ru/products/download/120412\\_FI\\_Sovcomflot\\_4Q11%20Review.pdf?docid=12750&lang=ru](http://www.uralsibcap.ru/products/download/120412_FI_Sovcomflot_4Q11%20Review.pdf?docid=12750&lang=ru)

13 июня 2012 Совкомфлот (ВВВ-/Вa2/ВВВ-) - Небольшой рост рентабельности, долговая нагрузка по-прежнему высокая. Отчетность за 1 кв. 2012 г. по МСФО

[http://www.uralsibcap.ru/products/download/120613\\_FI\\_Sovcomflot\\_1Q12%20Review.pdf?docid=13112&lang=ru](http://www.uralsibcap.ru/products/download/120613_FI_Sovcomflot_1Q12%20Review.pdf?docid=13112&lang=ru)

См. таблицу на следующей странице.

## 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	Чист. долг / ЕБИТДА	Коефф. 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		
	Софкомлот	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>Развивающиеся страны</b>												
	Kazakhstan Temir Zholy	3 261	740	22,7	687	1,0	1 163	1,6	1,1	1,2	0,66		
	MISC (Malaysia)	3 984	765	19,2	-	-	3 915	5,1	2,0	1,3	0,60		
<b>Развитые страны</b>													
	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>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		
	Софкомлот	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>												
	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>													
	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>													
2011	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	
	Ростелеком	/-BB+	1 775	689	38,8	295	1,7	779	1,1	1,1	0,5	0,2	
	АФК Система	BB+/-/BBB-	10 070	4 004	39,8	2 816	1,0	5 077	1,3	1,2	0,4	0,5	
	Теле2	BB/Ba3/BB-	32 981	7 223	21,9	4 132	1,3	16 410	2,3	1,8	1,0	0,4	
	СИТРОНИКС	-/B3/B-	1 475	97	6,6	64	0,6	848	8,7	6,0	1,0	0,2	
	МегаФон	BBB-/Baa3/BB+	8 251	3 430	41,6	2 584	1,3	1 360	0,4	0,4	2,4	0,7	
	<b>Транспорт</b>												
		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	49 317	11 851	24,0	15 885	0,7	13 003	1,1	0,6	0,7	0,7	
	Трансконтейнер	/Ba2/BB+	944	236	25,0	157	1,1	227	1,0	0,7	1,2	0,6	
<b>Развивающиеся страны</b>													
	Singapore Telecom	A+/-Aa2/A+	13 587	3 820	28,1	1 507	2,9	1,4	0,9	0,8	0,6		
	Turkcell	BB+/-Ba2/BBB-	5 603	1 742	31,1	747	1,6	1,2	(1,0)	2,4	0,6		
	Kazakhstan Temir Zholy	BBB-/Baa3/BBB-											
	MISC (Malaysia)	BBB/Baa1/BBB											
<b>Развитые страны</b>													
	Deutsche Telekom	BBB+/-Baa1/-	81 669	26 459	32,4	9 147	2,5	2,5	2,2	0,6	0,3		
	Tele2	A-/A3/A-	6 284	1 654	26,3	667	2,1	1,3	1,2	0,9	0,5		
	Canadian Pacific Railway	BBB-/Baa3											
	Teekay Corp (Canada)	BB/B2											
<b>Телекоммуникации</b>													
2012П	МТС		13 518	5 535	40,9	3 123	1,4	7 884	1,4	1,3	0,9	0,3	
	ВымпелКом		25 261	10 131	40,1	4 953	1,3	24 455	2,4	2,2	0,8	0,3	
	Ростелеком		10 829	4 363	40,3	2 295	1,6	4 560	1,0	0,7	0,6	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	
	МегаФон		9 206	3 733	40,5	1 487	2,0	5 426	1,5	1,2	0,7	0,3	
	<b>Транспорт</b>												
		Globaltrans		1 482	652	44,0	1 346	0,3	1 294	2,0	2,0	1,1	0,4
		Аэрофлот		7 160	601	8,4	620	0,4	2 617	4,4	3,7	1,8	0,3
	Софкомлот		1 569	526	33,5	470	0,9	3 315	7,0	6,3	0,9	0,5	
	РЖД		50 796	12 699	25,0	14 759	0,6	15 621	1,1	1,0	0,7	0,7	
	Трансконтейнер		1 228	335	27,3	234	1,1	298	0,9	0,7	1,0	0,6	

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

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

Александр Сазонов, sazonoval@uralsib.ru

Алексей Смирнов, smirnovak@uralsib.ru

#### Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim\_gg@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud\_gi@uralsib.ru

Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru

#### Региональные выпуски

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 Боженко, bozhenkonv@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@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

Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

#### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru

#### Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

#### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

#### Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

#### Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

#### Банки

Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

#### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@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

Марат Ибрагимов, ibragimovmy@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

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