

Еврооблигации CMA CGM-21

Достойная доходность бизнеса контейнерных перевозок

Елизавета Наумова

Старший аналитик Альфа-Директ

(+7 495) 974-2515 (8806)

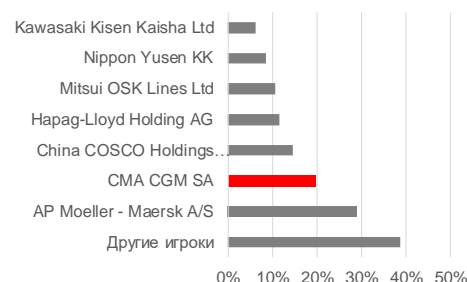
Тема

Котировки бумаг CMCN-21, большую часть времени торговались выше номинала весь тяжелый для индустрии морских перевозок 2018 г., сейчас предлагают дисконт в размере 7% от номинала. Это, вкупе с высоким купоном, даёт доходность 12%. Снижение котировок CMA CGM до 90% от номинала было вызвано публикацией результатов за 1 кв. 2019 г., показавших снижение прибыли и рост долговой нагрузки с \$9 млрд. до \$19 млрд. Такой прирост, однако, был вызван бухгалтерской переоценкой лизинговых активов.

Эмитент	CMA CGM
ISIN	XS1244815111
Доходн. к погашению	11,00%
Купон	7,75%
Погашение	15.01.2021
Валюта	EUR
Рейтинг S&P	B-
Мин. лот	€100'000
Квал. инвестор	Да

CMA CGM – 1^{ый} во Франции, 2^{ой} по выручке и 3^{ий} по объему перевозимых грузов в мире частный морской контейнерный перевозчик с общим дедвейтом* судов в 20,71 млн TEUs*. Флот компании насчитывает 509 разнообразных судов и обслуживает 420 портов в 160 странах. CMA CGM работает на региональных рынках через дочерние компании **APL** (Сингапур), **ANL** (Океания), **CNC** (внутриазиатские линии), **Containerships** (Европа), **Comanav** (Северная Африка) и **Mercosul** (Южная Америка). Помимо перевозок компания активно развивает логистический бизнес, чья выручка увеличилась с 2% до 33% в 1 кв. 2019 г. после приобретения в 2019 г. глобального игрока в сфере логистики **CEVA Logistics**.

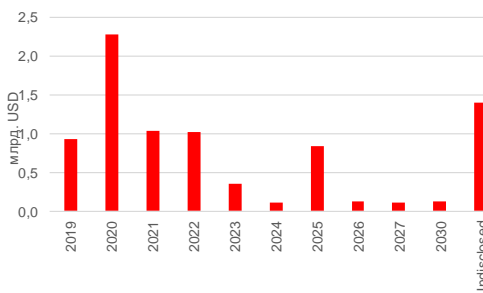
Крупнейшие игроки на рынке морских перевозок по объему выручки на 2018 г.



Выручка CMA CGM в 2018 г. составила \$23 млрд. (+11,2% г/г), чистая прибыль \$68 млн. (-90,6% г/г), свободный денежный поток \$774 млн (-6,7% г/г). После покупки CEVA соотношение чистого долга к EBITDA оценивается в 5,0-5,2x. Компания принадлежит Рудольфу Сааде, сыну основателя Жааку Сааде, умершему в июне 2018 г. Тогда котировки бумаги отреагировали снижением на 5%. В совет директоров CMA CGM, помимо членов семьи Сааде, держащих генеральный пакет акций, входит турецкая инвестиционная компания Yildirim Group и французский государственный инвестиционный банк Wpifrance (6%). Присутствие госбанка в Совете директоров теоретически может рассматриваться как возможность государственной поддержки при необходимости.

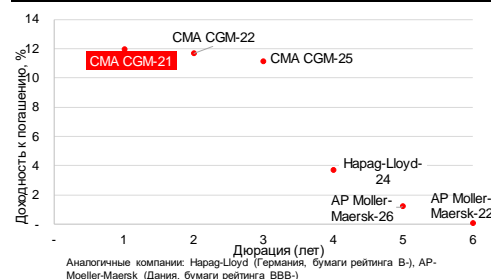
Источники: Bloomberg Intelligent

График погашения обязательств CMA CGM, млрд. USD



Источники: Bloomberg

Карта доходностей бумаг CMA CGM в сравнении с аналогичными глобальными компаниями



Источники: Bloomberg

Анализ

S&P умеренно позитивно отреагировало на приобретение CEVA, подтвердив 24 апреля 2019 г. рейтинг CMA CGM на уровне «B+» с позитивным прогнозом. Хотя компания привлекла заемные средства для финансирования сделки, вертикальная интеграция CEVA стратегически позитивна, так как позволит CMA CGM предлагать лучшую продуктовую линейку, улучшить клиентскую базу, сэкономить на масштабах, а также достичь менее волатильных показателей прибылей. Благодаря синергии в 2019 г. ожидается улучшение операционных результатов и снижение соотношения чистого долга к EBITDA до 4,0-4,5x. Помимо этого, CMA CGM представила в 2019 г. масштабный план по сокращению расходов на \$1,5 млрд. и запустила с июня 2019 г. стандартные меры по увеличению тарифов в связи с выросшими ценами на топливо.

Ликвидность CMA CGM находится на хорошем уровне: \$1,7 млрд. наличных средств и \$400 млн. неиспользованной кредитной линии (по состоянию на 1 кв. 2019 г.). Структура долга в 2019-2020 годах благоприятна – компания не имеет погашающихся облигаций. Обязательства этого периода в основном состоят из обеспеченного банковского долга французских банков Societe Generale, BNP Paribas и гонконгского HSBC, которые, вероятнее всего, будут рефинансированы.

Недавняя распродажа бумаг CMA CGM не распространилась на бумаги ближайшего аналогично рейтингуемого конкурента Hapag-Lloyd (выручка: \$13 млрд. в 2018 г.). Хотя маржинальность Hapag-Lloyd чуть выше (16x против 10,5x CMA CGM в 1 кв. 2019 г.), обе компании работают в одной индустрии и подвержены одинаково негативным макроэкономическим последствиям. Сейчас разность в CDS между двумя компаниями составляет более 880 б.п. против средней разности за два года в 170 б.п., что может быть временным фактором на фоне присущей волатильности в секторе морских перевозок.

Скорый запуск стимулирующих мер от ЕЦБ, синергия от слияния с CEVA, сезонно сильное второе полугодие и объявление о рефинансировании долга может оказать поддержку котировкам бумаг компании.

* Дедвейт - полная грузоподъемность судна с включением веса всех необходимых запасов, грузов, людей. TEU - двадцатифутовый контейнер.

Риски

Контейнерные перевозки в мире в целом, в том числе CMA CGM, сталкиваются со значительными рисками спада, связанными с торговой напряженностью между США и Китаем, ростом стоимости топлива и предстоящим новым требованиям по снижению содержания серы в судовом топливе (IMO Sulfure 2020), что может снизить способность компании расплачиваться по своим обязательствам. Неспособность рефинансировать банковские кредиты негативна для компании.

Альфа-Банк

Проспект Академика Сахарова 12 Москва, Россия 107078
+7 (495) 795-3712

Начальник управления Константин Шапшаров
+7 (495) 228-8828 kshapsharov@alfabank.ru

Аналитический отдел	+7 (495) 795-3676	Потребительский	
Начальник отдела		Евгений Кипнис	ekipnis@alfabank.ru +7 (495) 795-3713
Борис Красноженов	bkrasnozhenov@alfabank.ru +7 (495) 795-3612	Олеся Воробьева	ooovorobyeva@alfabank.ru +7 (499) 681-3075
Макроэкономика		Финансы	
Наталья Орлова, Ph.D.	norlova@alfabank.ru +7 (495) 795-3677	Евгений Кипнис	ekipnis@alfabank.ru +7 (495) 795-3713
Стратегия		TMT, Сельское хоз-во	
Джон Волш	jwalsh@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 8238)	Анна Курбатова	akurbatova@alfabank.ru +7 (495) 795-3740
Металлы и горная добыча		Олеся Воробьева	
Борис Красноженов	bkrasnozhenov@alfabank.ru +7 (495) 795-3612		ooovorobyeva@alfabank.ru +7 (499) 681-3075
Юля Толстых	yatolstyh@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 8681)	Перевод	
Нефть и газ		Анна Мартынова	amartynova@alfabank.ru +7 (495) 795-3676
Антон Коряцко	akorytsko@alfabank.ru +7 (495) 795-3612	Спец. по данным/Аналитик	
Торговые операции и продажи (Москва)	+7 (495) 223-5500	Денис Дорофеев	didorofeev@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 8086)
Международные продажи		Альфа Директ	+7 (495) 795-3680
Александр Зоров	azorov@alfabank.ru +7 (495) 745-5621	Директор	
Светлана Голодинкина	sgolodinkina@alfabank.ru +7 (495) 785-7416	Сергей Рыбаков	srybakov@alfabank.ru +7 (495) 795-3680
Артем Белобров	abelobrov@alfabank.ru +7 (495) 785-7414	Аналитический отдел	
РЕПО		Гельды Союнов	gsoyunov@alfabank.ru +7 (495) 641-3673
Вячеслав Савицкий	vsavitskiy@alfabank.ru	Алан Казиев	akaziev@alfabank.ru +7 (495) 974-2515 (доб. 8568)
Олег Морозов	omorozov@alfabank.ru +7 (495) 783-5101	Елизавета Наумова	enaumova@alfabank.ru +7 (495) 795-3680 (доб. 8806)
		Продажи	
		Ирина Фадеева	ikfadeeva@alfabank.ru +7 (495) 974-2515 (доб. 8328)
		Валерий Кремнев	vkremnev@alfabank.ru +7 (499) 215-9009
		Ольга Бабина	obabina@alfabank.ru +7 (495) 974-2515 (доб. 4092)

© Альфа-Банк, 2019 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29 01 1998 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен АО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал распространяется исключительно для информационных целей. Распространение данного материала не является деятельностью по инвестиционному консультированию. Информация, приведенная в данном материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого, или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране. Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах: Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее «Alfa Capital»), являющейся дочерней компанией Альфа-групп, постольку, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами, и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.