

Еврооблигации DP World-48

Рефинансирование крупнейшего заёмщика ОАЭ

Елизавета Наумова

Старший аналитик Альфа-Директ

(+7 495) 974-2515 (8806)

Тема

Портовый оператор ОАЭ DP World в конце сентября разместил 30-летние облигации на \$500 млн. в рамках программы по выпуску среднесрочных нот на сумму \$10 млрд. Средства пойдут на рефинансирование текущей задолженности и расширение своего присутствия в смежных с портовыми операциями секторах. В этом году компания приобрела за \$1,0 млрд ведущего поставщика услуг и решений в сфере морской логистики для компаний в энергетической отрасли Toraz, имеющим долгосрочные договоры с BP, Chevron, Saudi Aramco и т.д.

Эмитент	DP World Plc
ISIN	XS1883879006
Доходн. к погашению	4,670%
Купон	5,625%
Погашение	25.09.2048
Валюта	USD
Композитный рейтинг	BBB+
Ранг долга	Старший необеспеченный
Мин. лот	\$200'000
Квал. инвестор	Да

DP World – 5^{ый} в мире по пропускной способности¹ портовый оператор и одна из самых географически диверсифицированных компаний ОАЭ, имеющая 78 морских терминалов и оперирующая в более чем 45 странах на всех шести континентах. Несмотря на текущее замедление мировой экономики, от темпов роста которой напрямую зависят доходы морских портов, DP World фокусируется в основном на развивающихся рынках (75%), чья макроэкономическая среда остаётся благоприятной в долгосрочной перспективе, а также на менее чувствительных к циклическим спадам грузах категории «полного маршрута» (70%). Основные направления бизнеса распределены следующим образом: порты и терминалы (65% от выручки), свободные экономические зоны (10%) и логистика (25%).

Флагманскими активами DP World, генерирующими 55% от EBITDA, являются **порт Джебель-Али** в Дубае, считающийся основным перевалочным узлом для региона, и прилегающая к нему **свободная экономическая зона Джебель-Али (Jafza)**, крупнейший логистический и торговый хаб ОАЭ, вклад которого в ВВП Эмирата Дубай составляет 23,8%. **Налоговые послабления** (0% подоходный налог с физических лиц, отсутствие ввозных и вывозных пошлин, 0% налог на прибыль и т.д.) и **простота открытия бизнеса** делают Jafza привлекательным местом ведения бизнеса для уже более 7'600 компаний, 100 из которых числятся в списке Fortune 500.

Выручка DP World по итогам 2018 г. составила \$5,6 млрд., капитализация \$14,2 млрд., скорр. EBITDA \$2,8 млрд., маржинальность по EBITDA 49,7%, чистый долг к EBITDA 2,8x (ниже медианы по отрасли 3,15x). Стратегия компании последние два года была сфокусирована на значительных капитальных затратах под строительство и слияния и поглощения (M&A). Благодаря тщательному анализу активов и внутреннему ограничению чистого левериджа в 4,0x компании удалось органически диверсифицироваться и расширить свое глобальное присутствие. У DP World сильные показатели ликвидности. По состоянию на июнь 2019 г. компания имеет \$2 млрд. наличных средств и доступ к кредитной линии на \$2 млрд. (до 2023 г.). Стабильная генерация операционного денежного потока последние пять лет (~\$1,6 млрд.) позволяет ожидать продолжения этого тренда. Компания фактически не несет валютного риска, так как практически все тарифы взимаются в USD.

Акции DP World котируются на бирже Nasdaq Dubai. **Правительство Дубая косвенно владеет 80,45% DP World** через дочернюю холдинговую компанию— Port and Free Zone World FZE (PFZW).

DP World работает по концессионным договорам, имеющим длительный средний срок концессии ~37 лет, что позволяет прогнозировать денежный поток. Порт Джебель-Али, так и Jafza (самые прибыльные активы DP World) имеют действующие концессии до 2105 года.

В планы компании входит дальнейшее расширение пропускной способности своих морских портов как через рост глобального присутствия в мире, так и увеличением степени загрузки мощностей (сейчас загружены на 75-80%). Компания имеет строящиеся объекты в ОАЭ, Эквадоре, Сомалиленде, Египте и Великобритании, планируя потратить в 2019 г. \$1,4 млрд. По мнению рейтинговых агентств, однако, в случае существенного снижения экономической активности и/или финансовых трудностей, компания может снизить планы по капитальным затратам.

Агентство Fitch позитивно смотрит на рост объемов контейнерных перевозок в мире с темпами ~2.7%, что соответствует прогнозу Fitch роста мирового ВВП. По подсчетам DP World уровень проникновения контейнеризации на развивающихся рынках остается слабым (Африка – 26 TEU/на тыс. чел, Индия -13, тогда как в мире этот показатель равен 105), оправдывая экспансивную стратегию компании.

¹ - измеряется количеством обслуженных TEU. TEU - двадцатифутовый контейнер

Бумаги DP World исторически торгуются с премией в ~100 б.п. к бумагам суверенного фонда благосостояния ОАЭ Mubadala Investment Company (AA/Aa2/AA), отражая отраслевые, управленческие, геополитические, регуляторные и кредитные риски. Отраслевые риски связаны с сокращением объемов мировой торговли и, как следствие, снижением доходов компании. Расширение масштаба бизнеса несет в себе риски неэффективного управления, например, погоня за концессиями на фоне высокой конкуренции может привести к неорганическому росту долговой нагрузки и росту рисков неплатёжеспособности. Премия в доходности выпуска отражает геополитические риски. Например, закрытие Ормузского пролива (на фоне эскалации конфликта Ирана с Саудовской Аравией) окажет существенное влияние на все порты в Персидском заливе, включая наиболее прибыльный порт DP World Джебель-Али. На валютные облигации компании может повлиять политика ФРС США.

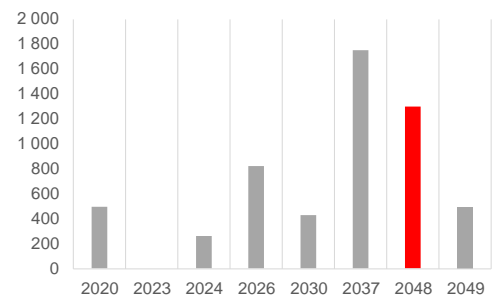
Риски

Географическая разбивка выручки DP World, по состоянию на 31.12.2018 г.



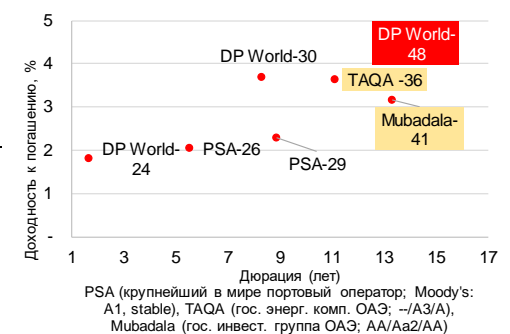
Источники: Bloomberg и сайт компании

График погашения обязательств DP World, млн. USD



Источники: Bloomberg

Карта доходностей DP World, PSA и государственных компаний ОАЭ (желтым цветом)



Источники: Bloomberg

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	oovorobyeva@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	oovorobyeva@alfabank.ru +7 (499) 681-3075
Борис Красноженов	bkrasnozhenov@alfabank.ru +7 (495) 795-3612	Перевод	
Юля Толстых	yatolstyh@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 8681)	Анна Мартынова	amartynova@alfabank.ru +7 (495) 795-3676
Нефть и газ		Спец. по данным/Аналитик	
Антон Корыцко	akorytsko@alfabank.ru +7 (495) 795-3612	Денис Дорофеев	didorofeev@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 8086)
Торговые операции и продажи (Москва)	+7 (495) 223-5500	Альфа Директ	+7 (495) 795-3680
Международные продажи		Директор	
Александр Зоров	azorov@alfabank.ru +7 (495) 745-5621	Сергей Рыбаков	srybakov@alfabank.ru +7 (495) 795-3680
Светлана Голодинкина	sgolodinkina@alfabank.ru +7 (495) 785-7416	Аналитический отдел	
Артем Белобров	abelobrov@alfabank.ru +7 (495) 785-7414	Гельды Союнов	gsoyunov@alfabank.ru +7 (495) 641-3673
РЕПО		Алан Казиев	akaziev@alfabank.ru +7 (495) 974-2515 (доб. 8568)
Вячеслав Савицкий	vsavitskiy@alfabank.ru	Елизавета Наумова	enaumova@alfabank.ru +7 (495) 795-3680 (доб. 8806)
Олег Морозов	omorozov@alfabank.ru +7 (495) 783-5101	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 российских 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-груп, 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.