

Глобальные акции / Туристические услуги



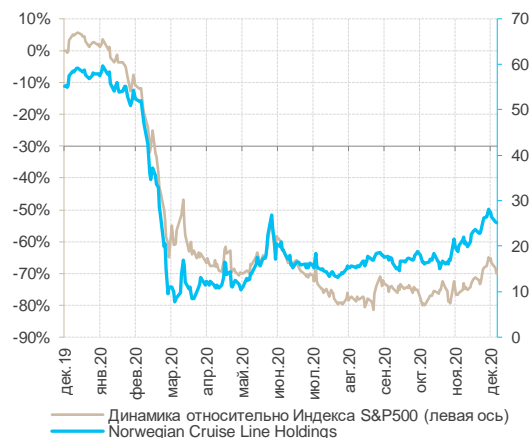
# Norwegian Cruise Line

## Вынужденная остановка

BUY

Norwegian Cruise Line	NCLH
Рекомендация	Покупать
Риск	ВЫСОКИЙ
Торговая площадка	NYSE, SPBex
Целевая цена	\$30,00
Цена сделки	\$25,00
Потенциал роста	20,0%
Инвестиционный горизонт	12-18 месяцев
Рекомендуемая доля в портфеле	5%
Капитализация	\$8 млрд
Среднедневной оборот	\$500 млн

Динамика котировок



Основные финансовые показатели (non-GAAP)

Отчетный год	2019	2020П	2021П
<b>Финансовые показатели</b>			
Выручка, \$ млрд	6,5	1,1	2,8
Выручка, г/г	6,7%	-82,5%	148,4%
EBITDA, \$ млрд	1,8	-1,2	-0,8
EBITDA, г/г	3,3%	-165,8%	-33,0%
Чистая прибыль, \$ млрд	1,0	-2,4	-2,3
Чистая прибыль, г/г	1,7%	-339%	-5,3%
<b>Коэффициенты и мультипликаторы</b>			
Рентабельность EBITDA	28,4%	-107,0%	-28,9%
Чистый долг / EBITDA	3,7x	--	--
P/E	5,5x	--	--
EV/EBITDA	9,2x	--	--
<b>Дивиденды</b>			
Дивиденд на акцию, \$	0,0	0,0	0,0
Див. Доходность	0,0%	0,0%	0,0%

Источники: расчеты Открытие Research 2021

- До пандемии COVID-19 бизнес Norwegian Cruise Line генерировал наиболее высокую доходность на каюту в круизном секторе за счет премиального ценообразования и самого нового флота среди конкурентов (средний возраст кораблей 10-12 лет). После того, когда массовая вакцинация населения будет проведена и путешествия можно будет возобновить, рентабельность бизнеса Norwegian Cruise Line может восстановиться быстрее, чем ожидается в настоящее время.
- Norwegian Cruise Line имеет меньший по количеству кораблей флот, чем у конкурентов, что позволит оперативнее развернуть круизы после снятия пандемических ограничений
- Низкие цены на топливо помогут помочь улучшить структуру затрат после возобновления плавания в большей степени, чем ожидалось изначально.
- Развивающийся круизный рынок Азиатско-Тихоокеанского региона получит дополнительный импульс и первым восстановится после пандемии COVID-19. Мы ожидаем потенциал качественного структурного долгосрочного роста бизнеса Norwegian Cruise Line в данном регионе.

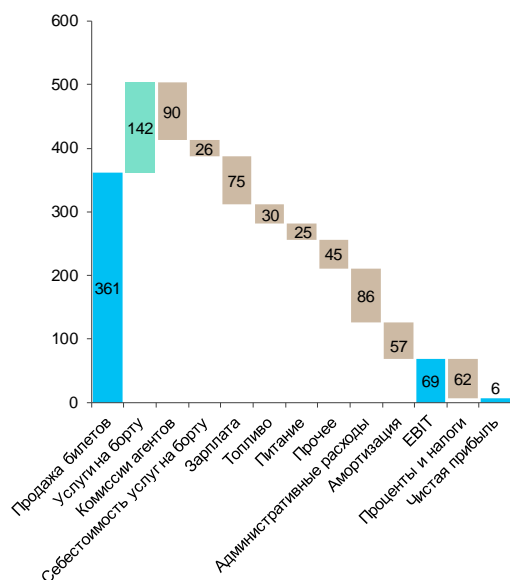
### О компании

Norwegian Cruise Line Holdings основана в 1966 году. Компания занимает 3 место на мировом рынке морских круизов по количеству судов после Carnival Plc и Royal Caribbean International. Данные три компании доминируют на этом рынке. Флот Norwegian Cruise Line насчитывает 28 кораблей под тремя брендами - Norwegian, Oceania, и Regent Seven Seas относящимся преимущественно к премиальному ценовому сегменту. Туры компании представлены как в виде коротких путешествий в несколько дней, так и долгосрочных кругосветных плаваний до 180 дней. В портфель услуг компании входит широкий спектр функций, удобств и мероприятий, в том числе рестораны, бары и зоны отдыха, SPA, казино, торговые центры и множество развлекательных мероприятий. В дополнение компания зарабатывает на береговых экскурсиях для своих пассажиров в каждом посещаемом порту и гостиничных пакетах для проживания до или после рейса. В 2019 году круизами компании совокупно воспользовались 2,7 млн туристов.

### Инвестиционный тезис

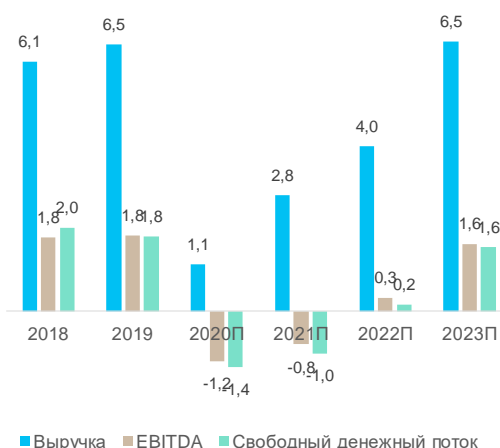
31 октября Центр по контролю и профилактике заболеваний США (CDC) по истечении срока отменил выпущенный ранее приказ о запрете на круизы из портов США. Теперь в силу вступает режим так называемого "разрешения с ограничениями". Это важная положительная новость для индустрии круизных путешествий, которая практически была парализована с 13 марта, когда прекратились массовые пассажирские перевозки из-за вспышек COVID-19 на кораблях. Теперь индустрия будет работать вместе с CDC над поэтапным возвращением работе. Первый этап данного процесса будет заключаться в тестирование членов экипажа и обеспечение мер безопасности для них. Затем будут действовать последующие этапы: контрольные рейсы для проверки способности круизных компаний снизить риск распространения COVID-19, сертификацию судов и поэтапное возвращение к рейсам в безопасном режиме так, чтобы снизить риск распространения инфекции среди пассажиров и членов экипажа.

Формирование финансового результата Norwegian Cruise Line в расчете на одну каюту за один день круиза, \$



Источники: расчеты и прогноз Открытие Research на 2023 год

Прогнозные финансовые результаты Norwegian Cruise Line, \$ млрд



На текущий момент менеджмент Norwegian Cruise Line затрудняется в оценке расходов на тестирование и безопасную инфраструктуру, однако рассматривает различные варианты, в том числе перекадывание части расходов по обеспечению безопасности на клиентов и порты. Основная масса расходов придется на первые два квартала с момента запуска круизов с последующим существенным снижением за счет вакцинации.

В США уже началась программа массовой вакцинации населения против COVID-19, которая наберет обороты в первом полугодии 2021 года. В связи с этим неопределенность касательно возврата круизов в море снизилась, а настроение и уверенность инвесторов в перспективах бизнеса Norwegian Cruise Line постепенно увеличивается. И хотя план поэтапного возобновления работы может занять месяцы, шансы по восстановлению круизов в США уже в 2021 году существенно выросли.

На последний отчетный квартал Norwegian Cruise Line имел запас ликвидности на балансе в \$2,3 млрд (плюс еще \$830 млн от дополнительного размещения акций в ноябре) при ожидаемых темпах «сжигания» денежных средств \$175 ежемесячно, что позволит компании практически без затруднений пройти установленные этапы CDC, по крайней мере, до конца 2021 года без генерации выручки. Несмотря на то что долговая нагрузка Norwegian Cruise Line существенно выросла, отсутствие крупных выплат по долгу до 2024 года также позволит компании пройти сложный начальный этап перезапуска бизнеса, а по мере восстановления денежного потока – реструктурировать основную массу долга на более выгодных для компании условиях. Также менеджмент обсуждает вопрос продления «каникул» по текущим долговым выплатам. Сокращение долговой нагрузки после завершения пандемии будет приоритетом для компании. По мере возобновления генерации операционных потоков Norwegian Cruise Line планирует перенести часть капитальных затрат, чтобы направить основной свободный денежный поток на сокращение долга.

Так как спрос на билеты в круизы на 2021 г. практически достиг уровня до пандемии, а эффект «отложенного» отпуска в том числе среди нетипичных для круизных компаний туристов только усилит спрос по мере снятия ограничений, цены на билеты должны будут увеличиваться.

Оценка стоимости

Мы базируем нашу оценку стоимости акций Norwegian Cruise Line на основе модели дисконтирования будущих свободных денежных потоков (DCF). В нашей модели мы закладываем восстановление уровня выручки компании к докризисным уровням только в 2023 году. Основным препятствием для роста выручки мы видим возможное сохранение санитарных ограничений, по которым корабли должны стоять в доках. При этом средние цены на билеты и оказываемые на борту услуги могут восстановиться уже в 2021-2022 годах в том числе за счет эффекта «отложенного» отпуска и повышения спроса среди нетипичных для круизных компаний туристов.

При средневзвешенной стоимости капитала в 13% и 1,5% темпах роста денежного потока в долгосрочном периоде, справедливая стоимость одной акции Norwegian Cruise Line (NCLH) в нашем расчете составляет \$30 на горизонте следующих 12-18 месяцев, что на 20% выше текущих уровней. При этом мы подчеркиваем, что реализация данного потенциала роста акций сопряжена с высокими рисками, наложенными пандемией COVID-19, которые во многом находятся за пределами контроля компании. С точки зрения баланса риска и потенциальной доходности акции Norwegian Cruise Line заслуживают рекомендации «ПОКУПАТЬ».

Риски

- затяжная вторая волна пандемии коронавируса и долгий карантин воспрепятствуют возобновлению бизнеса круизных компаний
- долгосрочное снижение потребительских расходов на отдых
- неблагоприятное изменение налогового законодательства и морского права

## МЕТОДИКА ПРИСВОЕНИЯ РЕКОМЕНДАЦИЙ ПО АКЦИЯМ

### АКТИВНО ПОКУПАТЬ

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании составляет 15% годовых и более. У акции есть факторы, способствующие ускоренной реализации потенциала роста в краткосрочном периоде. Акция характеризуется ярко выраженным положительным ожидаемым сочетанием риска и доходности.

### ПОКУПАТЬ

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании находится в диапазоне 10-15% годовых. На динамику цен акций воздействуют долгосрочные факторы роста на фоне положительного сочетания риска и доходности.

### НА УРОВНЕ РЫНКА

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании находится в диапазоне 5-10% годовых. Отсутствуют значительные положительные и отрицательные факторы, воздействующие на динамику цен акций эмитента.

### ЗАКРЫТИЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ИДЕИ

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании находится в диапазоне ниже 5% годовых, в том числе по причине достижения акциями целевой цены. На динамику цен акций компании могут воздействовать негативные факторы.

Информация об инвестиционных идеях компании доступна клиентам брокерского обслуживания на тарифе «**Ваш финансовый аналитик**» <https://open-broker.ru/trading/your-financial-analyst/>

Дополнительные комментарии, а также индивидуальная помощь в расчете и реализации инвестиционных идей доступна клиентам Персонального брокерского обслуживания, тариф «**Личный брокер**» <http://private.open-broker.ru/>

Открытие © 2020

АО «Открытие Брокер», лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности № 045-06097-100000, выдана ФКЦБ России 28.06.2002 (без ограничения срока действия).

Предоставлено исключительно для личного использования лицом, получившим настоящий материал. Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация в любых целях запрещены АО «Открытие Брокер» (далее – «Компания»).

## ПОДТВЕРЖДЕНИЕ АНАЛИТИКОВ И ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости активов, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены активов на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на финансовых рынках и связанных с ним событиях. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Компания на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже активов и не может рассматриваться как рекомендация к подобному рода действиям. Компания не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Компания не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с активами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Компания не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности. Содержащаяся в настоящем аналитическом отчете торговая идея остаётся актуальной до тех пор, пока текущая ожидаемая доходность (разница между целевой ценой и текущей ценой открытия позиции по финансовому инструменту) по сравнению с первоначальной ожидаемой доходностью (разница между целевой ценой и ценой открытия позиции по финансовому инструменту на дату торговой идеи; оба показателя указаны в торговой идее) не сократится на 80%. Компания имеет право, но не обязана в любое время вносить в торговую идею изменения с целью актуализации указанной в ней информации.

Аналитический отчет носит ознакомительный характер, представленная в нем информация не является гарантией или обещанием доходности вложений в будущем. Инвестирование в финансовые инструменты связано с высокой степенью рисков и не подразумевает каких-либо гарантий как по возврату основной инвестированной сумм, так и по получению каких-либо доходов. Заявления любых лиц о возможном увеличении в будущем стоимости инвестированных средств могут рассматриваться не иначе как предположения.

Инвестиции в активы сопряжены со следующими рисками: риски, связанные с ведением деятельности в конкретной юрисдикции, риски, связанные с экономическими условиями, конкурентной средой, быстрыми технологическими и рыночными изменениями, а также с иными факторами, которые могут привести к существенным отклонениям от прогнозируемых показателей. Указанные факторы могут привести к тому, что действительные результаты будут существенно отличаться от предположений или опережающих заявлений Компании, содержащихся в аналитическом отчете.

Информируем Вас о возможном наличии конфликта интересов, то есть возможной заинтересованности Брокера (аналитика Компании, составившего настоящий аналитический отчет, аффилированных или связанных лиц) в осуществлении Вами сделок с указанными финансовыми инструментами. При принятии инвестиционных решений Вам необходимо ознакомиться с подробной информацией о рисках, связанных с осуществлением операций на рынке ценных бумаг, и информацией о возможном конфликте интересов, содержащейся в разделе 11 Договора на брокерское обслуживание. Дополнительные пояснения о рисках и о конфликте интересов применительно к конкретной ситуации Вы можете получить, самостоятельно обратившись в Компанию.

Представленная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, ни при каких условиях, в том числе при внешнем совпадении ее содержания с требованиями нормативно-правовых актов, предъявляемых к индивидуальной инвестиционной рекомендации. Любое сходство представленной информации с индивидуальной инвестиционной рекомендацией является случайным.

Какие-либо из представленных финансовых инструментов или операций могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и не учитывать Ваши ожидания по уровню риска и/или доходности.

Упомянутые в представленной информации операции и/или финансовые инструменты, ни при каких обстоятельствах, не гарантируют доход, на который Вы, возможно, рассчитываете при условии использования представленной информации для принятия инвестиционных решений. Информация не является предложением или побуждением совершать операции на финансовом рынке.

Во всех случаях определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. Вы самостоятельно принимаете все инвестиционные решения.

«Открытие Брокер» не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в представленной информации, и не гарантирует доход.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединённых Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округа Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Великобритании аналитический отчет адресован исключительно (1) лицам, находящимся за пределами Соединенного Королевства, либо (2) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое продвижение), а также (3) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.

Ближайший офис: <http://open-broker.ru/offices/>  
+7 (495) 232-99-66  
8 800 500-99-66 – бесплатный для всех городов РФ  
[clients@open.ru](mailto:clients@open.ru)  
[vk.com/openbroker](https://vk.com/openbroker)  
[fb.com/openbroker](https://fb.com/openbroker)

### Личные брокеры

<http://private.open-broker.ru/>  
+7 (495) 777-34-87

### Еврооблигации

8 800 500-99-66 – деск облигаций

### Структурные продукты

<https://open-broker.ru/investing/structural-products/>

### Управление анализа рынков

[research@open.ru](mailto:research@open.ru)

Антон Затолокин

Начальник управления

Константин Бушуев, PhD

Главный инвестиционный стратег

Алексей Павлов, PhD

Главный аналитик, российские акции и облигации

Алексей Корнилов, CFA

Ведущий аналитик, международный рынок акций

Иван Авсейко

Ведущий аналитик, глобальные акции и облигации

Олег Федорович

Главный аналитик, международный долговой рынок

Тимур Хайруллин, CFA, MBA

Главный аналитик, структурные продукты

Илья Мартыненко

Технический аналитик

Михаил Шульгин

Начальник отдела глобальных исследований

Оксана Лукичева

Аналитик, товарные рынки

Андрей Кочетков, PhD

Ведущий аналитик, глобальные исследования