

Специальный комментарий к размещению облигаций НМТП БО-2

Виктория Королева, kvs@ufs-federation.com

- По данным Ассоциации морских торговых портов по итогам 2011 года, Группа Новороссийский морской торговый порт (НМТП) занимает 1-е место среди морских портов России и 3-е место среди морских портов Европы по грузообороту;
- Группа НМТП объединяет следующие стивидорные компании: ОАО Новороссийский морской торговый порт, ООО Приморский торговый порт (с 2011 года), ОАО Новороссийский зерновой терминал, ОАО Новороссийский судоремонтный завод, ОАО Флот НМТП, ОАО Новорослесэкспорт, ОАО ИПП и ООО Балтийская стивидорная компания;
- Рост грузооборота группы НМТП в 2011 году по сравнению с 2010 годом составил 2,3% - до 157 млн тонн;
- Группа НМТП принадлежит: оффшору Novoport Holding Limited (50,1%), который в свою очередь контролируется группой Сумма (Зиявудина Магомедова) и Транснефтью на паритетных началах, 20% акций принадлежит Росимуществу, 5% - РЖД, остальной пакет акций находится в свободном обращении;
- Рост выручки группы НМТП за прошлый год составил 65% - до уровня выше \$1 млрд.

Параметры выпуска

Выпуск	НМТП БО-2
Объем размещения	4 млрд рублей
Срок обращения	3 года
Периодичность выплаты купона	2 раза в год
Оферта	нет
Доходность к оферте (по информации организаторов), % годовых	9,73-10,25
Доходность к оферте (по оценке UFS), % годовых	от 10,2

Отрасль морских перевозок

Одной из основных проблем развития водной транспортной системы России является несоответствие большинства портов современным требованиям касающихся околопричалных и акваторных глубин, в результате чего большая часть портов (свыше 60%) не способна обслуживать суда большой тоннажности. Морской флот России по тоннажу занимает 7-е место в мире. Однако техническое состояние многих судов ограничивает возможность захода в некоторые иностранные порты. Дополнительным фактором, ограничивающим развитие рынка являются природные условия, которые вносят ограничения в сроки навигации. В результате этого, а также недостаточных портовых производственных мощностей, лишь 54% российских грузов доставляются в отечественные порты. Остальная часть перерабатывается в портах соседних государств: Прибалтике, Украине, Грузии.

В январе 2012 года в сравнении с аналогичным периодом прошлого года наблюдается увеличение экспортного потока на 33,8 млн тонн (8,7%) и снижения на 3 млн тонн импортных грузов.

Финансовые результаты, млн долл.

	2 010	2 011
Выручка	635	1 050
EBITDA	416	550
Финансовый долг	321	2 506
Чистый долг	56	2 379

Основные коэффициенты

	2 010	2 011
Краткосрочный долг/совокупный долг	0,05	0,16
Чистый долг/EBITDA	0,14	4,32
Рентабельность по EBITDA, %	0,65	0,52

Кредитный рейтинг

Moody's	S&P	Fitch
Ba3	BB-	-

Еврооблигации

Выпуск	Цена, %	Доходность, %
Новороссийский морской торговый порт, 2012 (LPN)	100,28	3,53



Среди российских портов по объему перевозки грузов лидируют Балтийский и Черноморский бассейны, на которые приходится 34,7% и 32,3% соответственно. Доля Тихоокеанского бассейна несколько ниже - 23,4%.

Водный транспорт остается одним из наиболее дешевых, а, следовательно, и самым перспективным видом перевозок. Модернизация всего транспортного водного комплекса, включая суда и погрузочно-разгрузочные терминалы позволяет снизить долю транспортных расходов в цене на товар с 11% до 2%.

По данным НМТП, рост грузооборота контейнеров составил 20% в среднем по России. При этом рост грузооборота контейнеров Группы НМТП составил 27%. К 2020 году прогнозируется рост по контейнерному рынку в 3 раза. Тенденции постепенного увеличения показателей контейнерооборота продолжились и в текущем году. Повышательная тенденция характерна и для мирового контейнерного рынка.

В ближайшие несколько лет ожидается рост контейнерных перевозок. При этом в России темпы роста будут существенно выше мировых темпов в связи с неразвитостью российского рынка контейнерных перевозок. В ближайшие несколько лет потенциал роста в России в сфере морских и речных перевозок сохраняется.

Кредитный профиль

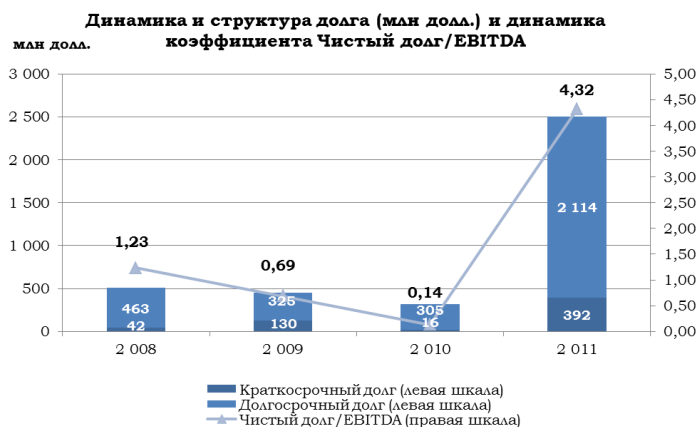
В проект приватизации 2012-2013 годы включен 20% пакет акций НМТП, принадлежащий Росимуществу. Как стало известно на днях, Роснефть и Транснефть направили письмо премьер-министру Путину с просьбой провести приватизацию пакета Росимущества в пользу Роснефти, а также впоследствии одобрить выкуп 5% пакета акций у РЖД. Роснефть и Транснефть считают целесообразным консолидировать пакеты государства и РЖД с целью получения блокирующего пакета акций. При этом РЖД выступает против выкупа ее доли в НМТП в пользу Роснефти. Роснефть стремится получить пакет НМТП с целью избежать дальнейших трудностей с перевалкой нефтью в порту, которые возникали у компании раньше. В настоящее время операционный контроль фактически находится у Суммы (Зиявудина Магомедова), которая на паритетных началах владеет с Транснефтью 50,1% акций НМТП. Таким образом, мы считаем, что смена акционеров не должна негативно сказаться на кредитном качестве эмитента. Фактически государство так и останется стратегическим партнером Группы НМТП.

Совокупный объем финансового долга Группы НМТП по итогам прошлого года составил \$2,5 млрд против \$321 млн на конец 2010 года. Увеличение долга компании было вызвано ростом как долгосрочной, так и краткосрочной задолженности. При этом 85% долга приходится на долгосрочные обязательства (\$2,1 млрд).

В настоящее время на рынке морских перевозок наблюдается восстановление после кризиса 2008 года, что положительно сказывается на финансовых результатах Группы НМТП. Однако рост финансовых показателей группы в прошлом году сопровождался существенным увеличением долговой нагрузки.

Порт	Грузооборот, млн тонн	Контейнерооборот, TEUs, млн ед.
НМТП	157	0,45
Большой порт СПб	60	1,2
Восточный порт	16	0,3
ВМТП	6,5	0,44
Ванино	6	0,07
Калининградский ВМТП	3	0,3
Владивостокский морской рыбный порт	2,3	0,1
Таганрогский МТП	1,5	0,02

Источники: cargo.ru



Источник: данные компании, расчеты UFS



Показатель Финансовый долг/EBITDA по итогам 2011 года достиг значения 4,6х, тогда как на конец 2010 года его значение составляло 0,8х. При этом значение показателя снизилось с 6,4х на конец 1 кв. 2011 года до 4,6х на конец 4 кв. 2011 года.

Значение показателя Чистый долг/EBITDA в 2011 году достигло отметки 4,3х, в 2010 году было 0,14х. При этом по итогам 9М прошлого года соотношение показателя находилось на уровне 5,2х, а после ИП 2011 года – 6,2х.

Однако сравнивать показатели Финансовый долг/EBITDA и Чистый долг/EBITDA за 2010 и 2011 годы нецелесообразно, поскольку уровни 2010 года не учитывают консолидацию Приморского торгового порта (ПТП). Сделка по ПТП была закрыта как раз в начале 2011 года.

Чистый долг по состоянию на конец прошлого года сократился на \$209 млн по отношению к концу 1 кв. 2011 года.

Таким образом, долговая нагрузка к концу 2011 года демонстрирует тенденцию к постепенному снижению, но остается высокой.

В середине мая текущего года компании предстоит погашение евробондов на \$300 млн. Мы полагаем, что полученные от размещения нового рублевого выпуска облигаций средства (около \$140 млн) компания направит на частичное рефинансирование евробонда. Остальную часть средств для исполнения своих обязательств перед держателями бумаг евробонда Группа погасит за счет собственных средств.

В 2011 году чистый денежный поток Группы НМТП от операционной деятельности составил \$320 млн, на капитальные затраты компания направила \$95 млн. Таким образом, свободный денежный поток НМТП в 2011 году находился на уровне \$225 млн.

В текущем году инвестпрограмма Группы НМТП составляет порядка \$100 млн. Так, в рамках проекта по расширению мощностей контейнерного терминала НЛЭ в 2012 году планируется направить около \$45 млн, на строительство мазутного терминала – порядка \$24 млн. Еще \$23 млн компания направит на реконструкцию нефтерайона Шесхарис.

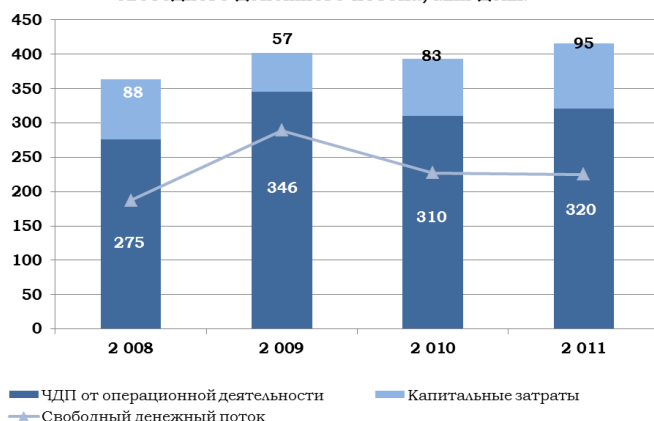
По нашим оценкам, на 2013 год объем инвестпрограммы составляет порядка \$160-170 млн. На расширение мощностей контейнерного терминала НЛЭ планируется направить \$112 млн, еще \$45 млн – на строительство контейнерного терминала в Балтийске, остальное – на завершение реконструкции нефтерайона Шесхарис.

Учитывая высокий уровень свободного денежного потока, у Группы достаточно собственных средств для реализации инвестиционных проектов в текущем году. Мы не ожидаем увеличения долговой нагрузки группы в текущем году.

Финансовые результаты

Несмотря на кризис стран Еврозоны, которые являются основными импортерами грузов через Новороссийск, а также полугодовой запрет на экспорт зерна, группа смогла сохранить объемы перевалки, продемонстрировав даже небольшой рост. В 2011 году Группа НМТП обработала 157 млн тонн различных грузов, что на 2,3% выше уровня 2010 года. Таким образом, доля Группы в России по грузообороту составила почти 30%. Кроме того, Группа заняла 3-е место по грузообороту в Европе.

Динамика ЧДП от операционной деятельности, капитальных затрат и свободного денежного потока, млн долл.



Источник: данные компании, расчеты UFS



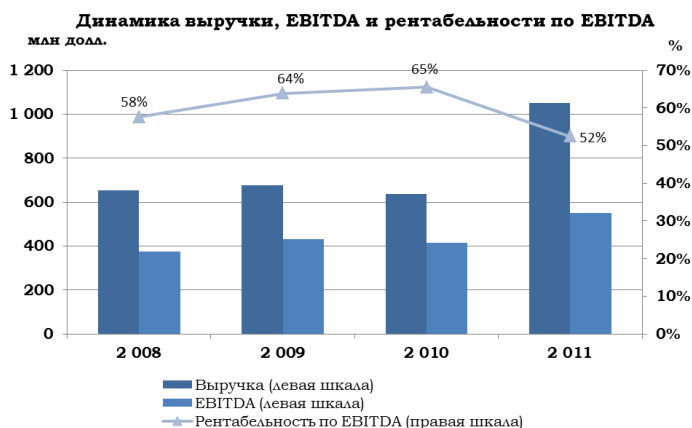
Выручка Группы НМТП за 2011 год выросла на 65% и превысила \$1 млрд. По итогам 2012 года Группа НМТП ожидает выручку на уровне \$1,2-1,3 млрд. EBITDA группы также продемонстрировала повышение. Так, по итогам прошлого года она составила \$550 млн, что на 32% выше значения годом ранее.

Несмотря на увеличение выручки, компании не удалось увеличить чистую прибыль. Чистая прибыль за прошлый год составила \$130 млн против \$258 млн в 2010 году. снижение показателя чистой прибыли в прошлом году было

связано с убытком от курсовой разницы на фоне падения курса рубля в объеме \$168 млн.

При этом показатель рентабельности по EBITDA по итогам 2011 года составил 52,4% против 65,5% в 2010 году. Однако компании удалось увеличить рентабельность по сравнению с уровнем на конец 3 кв. 2011 года на 0,8 п.п. Таким образом, в прошлом году наметилась тенденция к увеличению рентабельности.

В целом мы умеренно позитивно оцениваем финансовые результаты компании по итогам прошлого года.



Долговые обязательства компании

В настоящее время на долговом рынке обращается только один евробонд Группы НМТП с погашением в середине мая 2012 года. Объем займа составляет \$300 млн.

Название евробонда	Объем эмиссии, млн долл.	Дата погашения	Текущая ставка купона, % годовых	Текущая цена, % от номинала	Текущая доходность, % годовых
Новороссийский морской торговый порт, 2012 (LPN)	300	17.05.2012	7	100,28	3,53

Источник: данные Cbonds, Bloomberg, расчеты UFS

Группа НМТП (Ва3/BB-/ -) 2 мая планирует разместить облигации серии БО-2 на 4 млрд рублей. Ориентир по ставке 1-го купона находится в диапазоне 9,5-10% годовых, доходность к погашению 9,73-10,25% годовых. Книга заявок на покупку бумаг будет открыта с 25 по 27 апреля.

Срок обращения ценных бумаг составляет 3 года, купоны выплачиваются дважды в год. Бумаги выпуска удовлетворяют требованиям для включения в ломбардный список ЦБ РФ.

Таким образом, предполагаемые ориентиры по доходности рублевого займа предлагают премию к кривой ОФЗ порядка 255-305 б.п., к кривой РЖД – 185-240 б.п.

В настоящее время на рынке обращаются рублевые займы Новой перевозочной компании (НПК) (входит в Группу Globaltrans). Два биржевых займа НПК по 5 млрд рублей каждый были размещены в начале марта текущего года с доходностью 10,25% годовых к погашению. Облигации были выпущены под поручительство Globaltrans. Сейчас бумаги торгуются с доходностью около 10% годовых. Премия к кривой ОФЗ составляет 285 б.п., к кривой РЖД – 220 б.п. Компания НПК не имеет кредитных рейтингов от международных рейтинговых агентств, но выпуски БО-1 и БО-2 имеют рейтинги от Moody's уровня B1. Globaltrans имеет рейтинг от Moody's уровня Ва3.



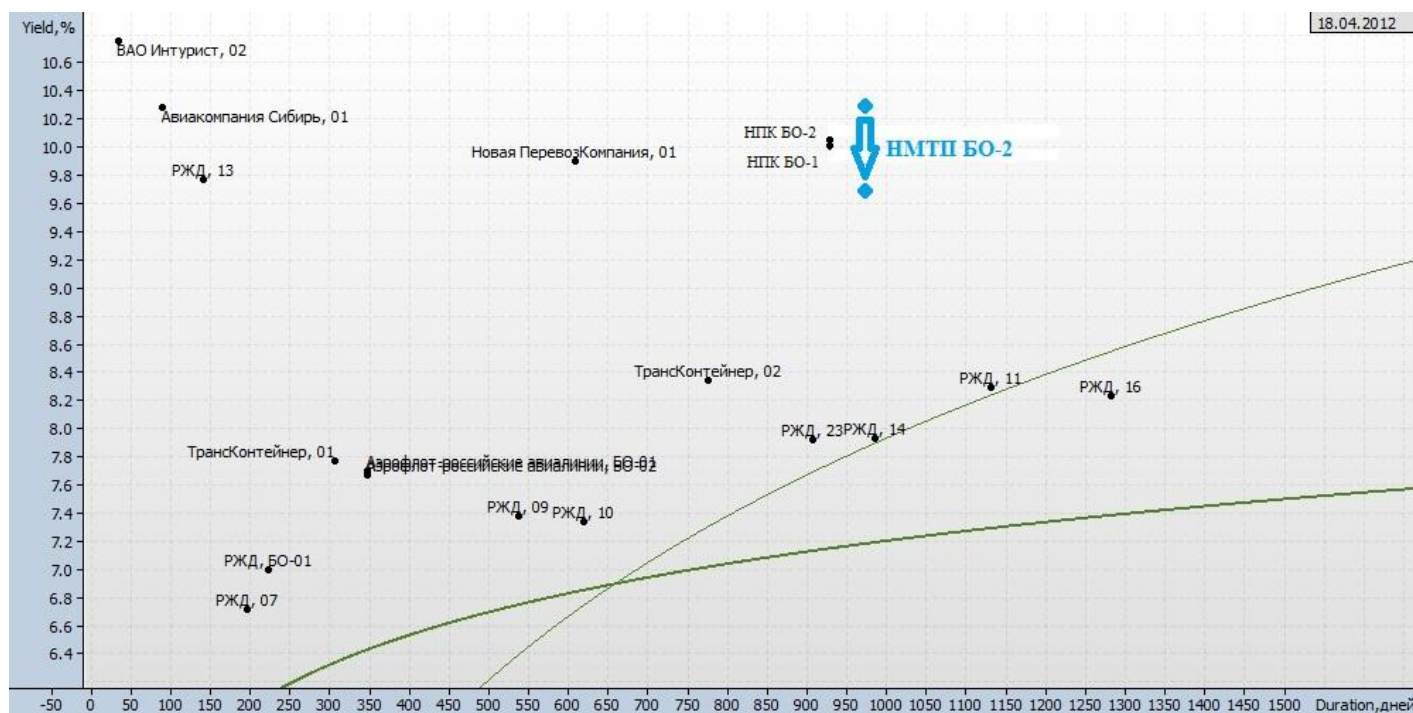
По показателю активов НМТП превосходит Globaltrans, но уступает последней по объему выручки. Долговая нагрузка Globaltrans в разы ниже НМТП – 0,5х против 4х соответственно. Однако положительным для НМТП является 20% доля государства.

Показатели, млн долл.	НМТП	Globaltrans
Активы	3 833	1 468
Чистый долг	2 379	258
Выручка	1 050	1 733
EBITDA	550	505
Чистая прибыль	130	317
Чистый долг/EBITDA	4,3	0,5

Источник: данные компаний, расчеты UFS

Учитывая все выше изложенное, мы приблизительно одинаково оцениваем кредитные риски НПК и НМТП. На наш взгляд, участие в размещении биржевых бумаг НМТП будет привлекательно ближе к верхней границе маркируемого диапазона.

Рублевые облигации транспортных компаний



Приложение

Показатели, млн долл.	2 008	2 009	1 кв. 2010	1П 2010	9 мес. 2010	2 010	1 кв. 2011	1П 2011	9 мес. 2011	2 011
Выручка	653	675	176	348	499	635	233	494	782	1 050
Операционная прибыль	234	368	104	213	293	346	96	199	346	475
EBITDA	376	431	121	245	346	416	118	243	404	550
Процентные расходы	40	32	7	14	20	19	32	69	107	4
ЧДП от операционной деятельности	275	346	100	187	250	310	39	112	199	320
Капитальные затраты	88	57	11	23	45	83	21	41	66	95
Свободный денежный поток	187	289	89	164	205	227	19	71	133	225
Активы	1 206	1 362	1 475	1 473	1 369	1 383	4 159	4 239	3 802	3 833
Финансовый долг	505	455	456	447	327	321	2 632	2 595	2 528	2 506
Краткосрочный долг	42	130	135	132	28	16	122	408	391	392
Долгосрочный долг	463	325	321	315	299	305	2 510	2 187	2 137	2 114
Денежные средства	43	159	145	109	59	265	45	48	55	128
Чистый долг	463	296	311	338	268	56	2 588	2 547	2 473	2 379

Показатели	2 008	2 009	1 кв. 2010	1П 2010	9 мес. 2010	2 010	1 кв. 2011	1П 2011	9 мес. 2011	2 011
Коэффициенты										
Финансовый долг/активы	0,42	0,33	0,31	0,30	0,24	0,23	0,63	0,61	0,66	0,65
Краткосрочный долг/совокупный долг	0,08	0,29	0,30	0,29	0,09	0,05	0,05	0,16	0,15	0,16
Финансовый долг/EBITDA	1,34	1,06	0,94	0,91	0,71	0,77	6,39	6,27	5,33	4,55
Чистый долг/EBITDA	1,23	0,69	0,64	0,69	0,58	0,14	6,28	6,16	5,22	4,32
EBITDA/проценты	9,42	13,54	17,91	17,36	17,09	22,33	3,63	3,51	3,77	124,10
Рентабельность по EBITDA	57,6%	63,8%	69,2%	70,5%	69,2%	65,5%	50,5%	49,2%	51,6%	52,4%

Источник: данные компании, расчеты UFS

Вы можете подписаться на наши материалы, отправив письмо на e-mail:
research@ufs-federation.com в свободной форме.



Контактная информация

Департамент торговли и продаж

Лосев Алексей Сергеевич

Тел. +7 (495) 781 73 03

Хомяков Илья Маркович

Тел. +7 (495) 781 73 05

Куш Алексей Михайлович

Тел. +7 (495) 781 73 01

Полторанов Николай Владимирович

Тел. +7 (495) 781 73 04

Ким Игорь Львович

Тел. +7 (495) 781 73 05

Тимощенко Юрий Геннадьевич

Тел. +7 (495) 781 02 02

Аналитический департамент

Василиади Павел Анатольевич

Тел. +7 (495) 781 72 97

Балакирев Илья Андреевич

Тел. +7 (495) 781 02 02

Козлов Алексей Александрович

Тел. +7 (495) 781 73 06

Назаров Дмитрий Сергеевич

Тел. +7 (495) 781 02 02

Королева Виктория Сергеевна

Тел. +7 (495) 781 02 02

Милостнова Анна Валентиновна

Тел. +7 (495) 781 02 02

Дормидонтова Полина Олеговна

Тел. +7 (495) 781 02 02

Настоящий обзор предоставляется исключительно в информационном порядке и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий обзор содержит информацию, полученную из источников, которые ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем обзоре, основаны единственно на заключениях аналитиков компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс» не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности эмитентов до совершения сделок. Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс». ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.

