

### СЛАБЫЕ ОПЕРАЦИОННЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ЗАТОРМОЗИЛИ СНИЖЕНИЕ ЛЕВЕРЕДЖА

#### Результаты за 3 кв. и 9 мес. по МСФО

**Выручка сократилась на 15% год к году.** Группа НМТП опубликовала неоднозначные финансовые результаты за 3 кв. 2012 г. по МСФО, отразившие снижение выручки на 15% (*здесь и далее – год к году*) до 245 млн долл., что ниже как нашего, так и консенсусного прогнозов. EBITDA сократилась на 11% до 149 млн долл. Рост рентабельности по EBITDA составил 3 п.п. После убытков, понесенных в 3 кв. 2011 г., чистая прибыль до доли меньшинства достигла в отчетном периоде 179 млн долл., что оказалось выше как нашего прогноза, так и ожиданий рынка. Поддержку чистой прибыли оказал доход от курсовых разниц, составивший 110 млн долл. и обусловленный укреплением рубля, а также относительно низкие процентные расходы.

#### Значительное влияние на результаты отчетного периода оказало снижение объемов бункеровки и перевалки зерна.

Мы позитивно оцениваем повышение качества раскрытия информации: в своей презентации по итогам 9 мес. 2012 г. Группа НМТП представила структуру выручки от стивидорных операций по типам грузов (включая бункеровку). При этом в 2011 г. такая информация была доступна лишь по итогам года. Таким образом, выручка низкорентабельных бункеровочных операций сократилась на 35% до 112 млн долл. за 9 мес. 2012 г., тогда как доля этих операций в выручке от стивидорных услуг компании снизилась до 18% с 27% по итогам 9 мес. 2011 г. Помимо бункеровки, значительное влияние на финансовые результаты Группы оказала слабая операционная динамика высокорентабельного сегмента перевалки зерна в 3 кв. 2012 г.: объемы данного сегмента в 3 кв. сократились на 25% из-за засухи прошедшего лета.

**Снижение долговой нагрузки приостановилось.** В 3 кв. за счет операционной деятельности компания получила 106 млн долл. денежных средств, тогда как ее инвестиционные расходы в данный период составили лишь 18 млн долл. Тем не менее, снижения уровня долга НМТП не произошло, поскольку за счет оставшихся средств компания выплатила дивиденды (14 млн долл.), а также приобрела ценные бумаги (нетто на 66,4 млн долл.). В результате показатели совокупного и чистого долга практически не изменились относительно конца 2 кв.: отношение Долг/EBITDA и Чистый долг/EBITDA, несмотря на небольшой рост рентабельности до 61%, увеличились на 0,1 до 3,7 и 3,5 соответственно. Отдельно отметим, что при расчете показателя чистого долга мы не учитываем в составе денежных средств имеющиеся у компании ценные бумаги и прочие финансовые активы. Текущие показатели долговой нагрузки укладываются в ковенанты по кредиту Сбербанка, которые ограничивают ее уровнем 3,75 на конец 2012 г.

#### Обращающиеся выпуски

##### NOVORO (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
НМТП БО-2	4 000 R	9,00	29 апр 15	8,91

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

#### Снижение леведреджа приостановилось из-за неблагоприятного внешнего фона

Ключевые финансовые показатели НМТП по МСФО, млн. долл

	2011	6 мес. 12	9 мес. 12
Выручка	1 050	541	786
ЕБИТДА	550	319	469
Чистая прибыль	130	141	320
Совокупный долг	2 506	2 280	2 274
Краткосрочный долг	392	89	91
Денежные средства	128	150	132
Чистый долг	2 379	2 130	2 142
Собственный капитал	964	1 065	1 311
Активы	3 833	3 718	3 959
Коэффициенты, %			
Рентабельность по EBITDA	50,5	58,9	59,7
EBITDA/Процентные расходы	3,7	3,6	4,1
Долг/EBITDA	4,7	3,6	3,7
Чистый долг/EBITDA	4,5	3,4	3,5
Долг/Собственный капитал	2,6	2,1	1,7

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Слабые операционные показатели затормозили снижение левереджа

**Ликвидная позиция опасений не вызывает.** В зависимости от внешних факторов за год компания способна получать за счет операционной деятельности 450–500 млн долл. Ранее Группа НМТП сообщала, что на проекты со сроками реализации в 2014–2018 гг. планируется потратить 1,1 млрд долл. Таким образом, в ближайшие несколько лет НМТП сможет финансировать запланированные инвестиции из средств, получаемых от операционной деятельности. График погашения долга также представляется достаточно комфортным для компании: на отчетную дату доля краткосрочного долга составляла лишь 4%, а подлежащая погашению сумма с запасом покрывалась имеющимися у компании денежными средствами. По данным Группы НМТП, в 2013 г. ей необходимо погасить лишь 88 млн долл. долга, а оставшуюся сумму – приблизительно равными платежами (по 490–575 млн долл. ежегодно) в течение последующих четырех лет. Учитывая стратегическую значимость компании, а также ее прочные связи с банками, проблем с рефинансированием части задолженности возникнуть не должно.

#### Основные финансовые показатели НМТП по МСФО, млн долл.

	3 мес.11	6 мес.11	9 мес.11	2011	3 мес.12	6 мес.12	9 мес.12	Изм. за год, %
Выручка	233	494	782	1050	275	541	786	0,5
ЕБИТДА	118	243	404	550	174	319	469	16,0
Чистая прибыль	144	222	72	130	253	141	320	345,4
								<b>Изм. за кв., %</b>
Совокупный долг	2632	2595	2 528	2506	2513	2 280	2 274	(0,2)
Краткосрочный долг	122	408	391	392	406	89	91	2,1
Денежные средства	45	48	55	128	233	150	132	(11,8)
Чистый долг	2588	2547	2 473	2 379	2 280	2 130	2 142	0,6
Собственный капитал	1 118	1 194	918	964	1 318	1 065	1 311	23,1
Активы	4 159	4 239	3 802	3 833	4 228	3 718	3 959	6,5
<i>Коэффициенты, %</i>								
Рентабельность по ЕБИТДА	50,5	49,2	51,7	52,4	63,3	58,9	59,7	
ЕБИТДА/Процентные расходы	3,6	3,5	3,8	3,8	5,0	3,6	4,1	
Долг/ЕБИТДА	6,4	6,3	5,5	4,6	4,1	3,6	3,7	
Чистый долг/ЕБИТДА	6,3	6,2	5,4	4,3	3,8	3,4	3,5	
Долг/Собственный капитал	2,4	2,2	2,8	2,6	1,9	2,1	1,7	

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

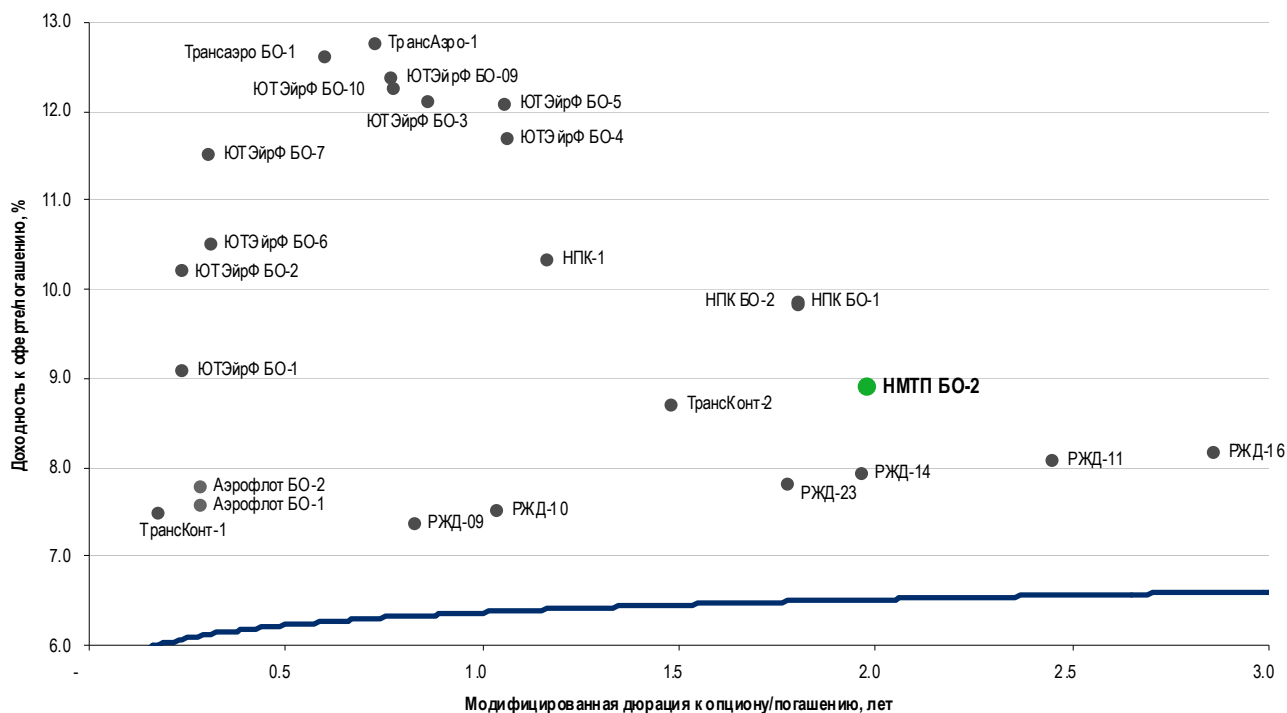
**Выпуск НМТП БО-2 оценен справедливо, в секторе есть более привлекательные бумаги.** По нашему мнению, опубликованная отчетность не отразится на котировках находящихся в обращении облигаций НМТП БО-2 (УТМ 8,9%, 270 б.п. к ОФЗ). Этот выпуск оценен, как минимум, справедливо, поскольку торгуется с дисконтом к бондам Вымпелкома, Теле2 и Металлоинвеста, хотя долговая нагрузка последних заметно ниже. На этом фоне для нас более предпочтительнее выглядят выпуски НПК БО-1/2 с (УТМ 9,8%, дюрация та же) под поручительство группы Globaltans, поскольку при сопоставимых показателях скорректированной выручки и ЕБИТДА долговая нагрузка Globaltans на порядок ниже (за 9 мес. 2012 г. Чистый долг/ЕБИТДА составил 2,4).

См. график на следующей странице.

Слабые операционные показатели затормозили снижение левереджа

**Облигации оценены в целом справедливо**

Облигации компаний транспортного сектора по состоянию на 21 декабря 2012 г.



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Предыдущие публикации по теме:

6 сентября 2012 г. НМТП (ВВ-/ВАЗ/-) – Долговая нагрузка быстро снижается, но пока еще достаточно высокая. Результаты за 1 п/г по МСФО

[http://www.uralsibcap.ru/products/download/120906\\_FI\\_NSCP\\_1H12%20IFRS.pdf?docid=13599&lang=ru](http://www.uralsibcap.ru/products/download/120906_FI_NSCP_1H12%20IFRS.pdf?docid=13599&lang=ru)