

## Пульс рынка

---

- ▶ **Длинное рефинансирование от ЕЦБ оказалось востребованным - это и хорошо, и плохо.** В рамках долгосрочного рефинансирования, предоставляемого ЕЦБ (LTRO), вчера европейские банки привлекли неожиданно высокий объем средств ~490 млрд евро на 3 года. Хорошая новость состоит в том, что банки теперь получили долгосрочный источник фондирования, и, как следствие, давление с их стороны на рынок суверенных бумаг должно снизиться. Также фондирование дешевыми (под 1% годовых) 3-летними средствами суверенных бондов южных стран еврозоны с погашением менее чем через 3 года может иметь положительный carry-trade в случае отсутствия отрицательной рыночной переоценки, что увеличивает прибыль (=капитал). Негативной новостью является то, что долговые ценные бумаги, которые банки заложили ЕЦБ по операциям рефинансирования, останутся "заблокированными" на длительное время, увеличив уязвимость банков к рыночным и кредитным рискам. Кроме того, учитывая, что в 2012 г. европейским банкам предстоит погасить собственный долг в размере 700 млрд евро, из которых 200 млрд евро приходится на 1 кв., привлеченные средства от ЕЦБ полностью не решают вопрос рефинансирования. Таким образом, длинные деньги ЕЦБ лишь отсрочили решение проблемы с ликвидностью европейских банков. Вместо того чтобы очистить балансы банков (от суверенных бондов южных стран еврозоны), ЕЦБ осуществляет действия, которые, напротив, "замораживают" проблемные активы. Следующим логичным шагом ЕЦБ была бы полномасштабная программа по выкупу суверенных долгов, однако пока никаких сигналов на этот счет со стороны регулятора не поступает. Рынки негативно восприняли новость о рефинансировании ЕЦБ, в частности, Euro Stoxx Bank Index потерял 1,5%. Доходности по суверенным бумагам еврозоны продемонстрировали небольшой рост.
- ▶ **Промсвязьбанк (-/Ва2/ВВ-) увеличил достаточность капитала.** За счет доэмиссии акций банк привлек в уставный капитал 4 млрд руб., из которой 88% было выкуплено мажоритарным акционером Promsvyaz Capital B.V., а оставшаяся доля - ЕБРР, при этом немецкий Commerzbank AG не участвовал в размещении (за счет чего его доля в акционерном капитале сократилась на 1 п.п. до 14,7%). Кроме того, ЕБРР предоставил субординированный кредит в размере 3,5 млрд руб., которым будет рефинансирован действующий субординированный заем на сумму 65 млн евро. В итоге собственные средства банка увеличатся на 4,9 млрд руб. (или на 8,5%), что приведет к повышению показателя Н1 с 10,16% на 1 декабря 2011 г. до 11%, целевого уровня на конец года. Мы отмечаем, что, несмотря на новое вливание в капитал, его достаточность остается невысокой и является сдерживающим фактором для роста в следующем году. На текущих ценовых уровнях мы нейтрально смотрим на обращающиеся выпуски эмитента.
- ▶ **Не всем интересное первичное предложение.** Ипотечный агент Возрождение -1 вчера открыл книгу заявок на покупку рублевых облигаций с ипотечным покрытием в объеме 2,9 млрд руб. с рейтингом от Moody's на уровне Ваа2. Ориентир по ставке купона находится в диапазоне 8,75-9,0% годовых, что соответствует YTM 9,04-9,30% к погашению в 2044 г. Расчетная дюрация (DTM) составляет 2,35 и 1,85 года при CPR на уровне 10% и 15%, соответственно. Судя по недавно размещенным БО-3 НЛМК (ВВВ-/Ваа3/ВВВ-), которые котируются на уровне YTP 8,90% к оферте через 1,5 года (кривая ОФЗ + 190 б.п.), предложенный ориентир по выпуску ИА Возрождение не выглядит интересным, предполагая спред к кривой ОФЗ лишь на уровне 140 б.п. Тем не менее, спрос на бумаги в достаточном объеме, скорее всего, будет сформирован за счет управляющих пенсионными средствами (в том числе ГУК).

## Темы выпуска

---

- ▶ **НМТП: зерно улучшает рентабельность, но долг по-прежнему высок**
-

## НМТП: зерно улучшает рентабельность, но долг по-прежнему высок

**Рентабельность  
улучшается, но  
долговая нагрузка все  
еще слишком высока**

Вчера Новороссийский морской торговый порт (ВВ-/Ва3/-) опубликовал финансовые результаты за 3 кв. и 9М 2011 г. по МСФО, которые мы оцениваем в целом положительно. Снятие эмбарго на экспорт зерна с 1 июля этого года способствовало восстановлению валовой рентабельности до 56,3% по сравнению с 47,1% в предыдущем квартале. Однако уровень прибыльности прошлого года (60,3%) пока не достигнут. Долговая нагрузка предприятия (Чистый долг/LTM EBITDA) после приобретения Приморского торгового порта (ПТП) все еще остается на высоком уровне 5,2x (на начало квартала - 6,1x). В связи с консолидацией в начале года такого крупного актива сравнение результатов 3 кв. 2011 г. с показателями прошлого года нерепрезентативно, наиболее интересным является динамика бизнеса в течение последних двух кварталов.

### Ключевые финансовые показатели НМТП

В млн долл., если не указано иное	3 кв. 2011	2 кв. 2011	изм.	3 кв. 2011	3 кв. 2010	изм.
Выручка	288	261	+10%	288	151	+1,9x
Валовая прибыль	162	123	+32%	162	91	+1,8x
Валовая рентабельность	56,3%	47,1%	+9,2 п.п.	56,3%	60,3%	-4 п.п.
ЕБИТДА	161	125	+28%	161	102	+58%
Рентабельность по ЕБИТДА	55,8%	47,9%	+7,9 п.п.	55,8%	67,5%	-11,7 п.п.
Чистая прибыль	-151	79	-	-151	77	-
Чистая рентабельность	отр.	30,3%	-	отр.	51,0%	-
				9М 2011	9М 2010	
Операционный поток до налогов и процентов				384	309	+24%
Чистый операционный поток				199	250	-20%
Инвестиционный поток, в т.ч.				-2 142	-135	+15,9x
Капвложения				-66	-45	+47%
Финансовый поток				1 734	-212	-
в млн долл., если не указано иное		30 сент. 2011		30 июня 2011		изм.
Совокупный долг, в т.ч.		2 528		2 595		-3%
Краткосрочный долг		391		408		-4%
Долгосрочный долг		2 137		2 187		-2%
Чистый долг*		2 459		2 529		-3%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM**		5,2x		6,1x		-

\*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Рост выручки за счет  
перевалки зерна**

В 3 кв. 2011 г. выручка НМТП выросла на 10% относительно предыдущего квартала за счет увеличения общего грузооборота на 2% до 40,4 млн т, в частности, наращивания перевалки зерна с 17 тыс. т до 3 млн т в результате снятия эмбарго на экспорт зерна при стабильных объемах перевалки нефти. Некоторое сокращение было отмечено по генеральным грузам, в первую очередь, из-за сезонных факторов, а также контейнерным перевозкам из-за замедления динамики этого рынка.

**За счет снижения  
объемов услуг  
бункеровки  
рентабельность  
повысилась до 55,8%  
с 47,9% во 2 кв.  
2011 г. ...**

Напомним, что в связи с эмбарго на экспорт зерна из России, действовавшим вплоть до начала 3 кв. этого года, в 1П 2011 г. компания оказывала, среди прочего, низкомаржинальные услуги бункеровки, которые предполагают существенные затраты на топливо. В 3 кв. эти услуги были значительно сокращены, при этом затраты на топливо (составляющие около половины общей себестоимости) сократились с 70 до 55 млн долл., или на 21% кв./кв., что обеспечило снижение себестоимости в целом на 8%. Затраты по операционной аренде увеличились на 29% кв./кв. до 19 млн долл., а расходы по заработной плате остались практически на том же уровне, что и кварталом ранее. В итоге, рентабельность по ЕБИТДА достигла 55,8% в 3 кв. 2011 г. против 47,9% кварталом ранее.

**... и в 4 кв. ожидаем продолжение наметившейся динамики**

Также стоит отметить, что в октябре-ноябре НМТП демонстрирует дальнейшее наращивание отгрузок зерна и сохранение сложившихся тенденций в других сегментах. Это дает основания полагать, что рентабельность компании в 4 кв. 2011 г. может продолжить наметившуюся положительную динамику.

Получение чистого убытка в размере 151 млн долл. обусловлено убытком по курсовым разницам в размере 150 млн долл. на 30 сентября 2011 г. против прибыли в 143 млн долл. на 30 июня 2011 г. в результате ослабления рубля.

**Операционный поток снизился из-за процентных платежей**

Операционный поток до налогов и процентов за 9М 2011 г. вырос на 24% г./г., однако существенное увеличение процентных выплат с 16 млн долл. до 101 млн долл. в связи с обслуживанием кредита на 1,9 млрд долл., привлеченного на покупку ПТП, привело к снижению чистого операционного потока на 20% г./г. Капвложения за 9М 2011 г. были полностью профинансированы из операционных потоков.

**Большая часть долга представлена кредитом на покупку ПТП**

Совокупный долг НМТП на 30 сентября 2011 г. превышает 2,5 млрд долл., из них 1,9 млрд долл. приходится на 7-летний кредит Сбербанка под залог 50,1% акций НМТП на приобретение ПТП. Еще около 278 млн долл. - кредиты ПТП, консолидированные вместе с его приобретением, и 300 млн долл. - выпуск еврооблигаций сроком погашения в мае 2012 г.

**Долговая нагрузка остается высокой**

За 3 кв. компания погасила часть своей краткосрочной задолженности, досрочно выплатила кредит Райффайзенбанка на 20 млн долл., в результате чего чистый долг сократился на 3%, а его отношение к LTM EBITDA немного снизилось до 5,2х с 6,1х на начало 3 кв. 2011 г. Тем не менее, мы отмечаем, что долговая нагрузка НМТП все еще остается высокой, и для погашения евробонда в следующем году, а также на прочие корпоративные цели, по заявлениям менеджмента компании, понадобится привлечение дополнительных средств на рынке публичного долга. В настоящий момент в процессе регистрации находится программа биржевых рублевых облигаций составит 18 млрд руб.

**Мы не видим торговых идей в обращающихся бумагах НМТП**

Мы не видим торговых идей в обращающемся выпуске евробондов НМТП12, который имеет низкую торговую ликвидность и котируется на уровне YTM 3-5%. Альтернативой этим бумагам является выпуск Rspadskaya12 (YTM 3-6%). Компания (-/B1/B+) имеет отрицательный чистый долг (-108 млн долл.) по итогам 1П 2011 г. (см. подробнее наш кредитный комментарий от 30 сентября 2011 г.).

## ЗАО «Райффайзенбанк»

---

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

### Аналитика

---

Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай	denis.poryvay@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова	maria.pomelnikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
Павел Папин	pavel.papin@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская	irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 99 00 доб. 1706

### Продажи

---

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин		(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Алексей Баранов		(+7 495) 981 2857

### Торговые операции

Александр Дорошенко		(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146

### Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин		(+7 495) 721 2846
-----------------	--	-------------------

### Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов		(+7 495) 721 2835
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Надежда Зотова		(+7 495) 221 9801

**ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ.** Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.