

Пульс рынка

- **Встреча в Риме носила, скорее, декларативный характер.** В пятницу главы четырех крупнейших стран еврозоны (Германии, Франции, Италии и Испании) одобрили предложения по поддержке экономического роста и подтвердили свое намерение приложить все силы для защиты евро. Итогом встречи стало предложение другим коллегам по еврозоне принять план стимулирования роста в объеме 130 млрд евро, что, впрочем, не является чем-то новым. Стоит отметить, что Германия по-прежнему не приемлет радикальных мер по поддержке долгового рынка, в первую очередь, Испании и Италии: Ангела Меркель высказала убеждение, что нельзя использовать средства антикризисного фонда ЕС для поддержки рынка гособлигаций без усиления интеграции стран еврозоны. Ключевым событием этой недели станет намеченный на четверг-пятницу саммит Евросоюза, призванный определить, наконец (или в очередной раз?), пути выхода еврозоны из кризиса. На наш взгляд, Берлин хочет оставить место для маневра в случае ухудшения экономической ситуации в самой Германии, что косвенно было подтверждено падением индекса PMI в стране до двухлетнего минимума. Очевидно, что ухудшение экономической ситуации "тевтонского локомотива" приведет к автоматическому замедлению всей еврозоны. Новость спровоцировала падение европейских индексов акций на 0,6-0,9%.
- **По словам министра финансов А. Силуанова, пополнить Резервный фонд на 800 млрд руб., как запланировано, теперь едва ли возможно.** По нашим оценкам, если среднегодовая цена на нефть сложится на уровне 90 долл./барр., что в свете недавнего падения котировок нефти выглядит весьма реалистично, ведомству не только не удастся осуществить запланированный трансферт, но и придется "распечатывать" Резервный фонд для компенсации выпадающих доходов. Текущий бюджет сверстан из расчета 115 долл./барр., и казна при таком сценарии, как мы полагаем, может "потерять" не менее 1 трлн руб. доходов (1,7% ВВП). На то, что траты из Резервного фонда (1,95 трлн руб. на 1 июня 2012 г., 3,3% ВВП) могут понадобиться уже в этом году, указывают заявления первого вице-преьера РФ И. Шувалова, согласно которым сейчас приоритетной бюджетной задачей является исполнение гособязательств 2012 г., даже если "для этого придется задействовать средства Резервного фонда". Для предотвращения кризисных явлений МЭР приступило к разработке прогноза бюджета исходя из сценария падения цен на нефть до 60 долл./барр., что должно поспособствовать заблаговременному формированию специального плана на случай нового витка мирового кризиса.
- **На эту неделю придется пик спроса на инструменты рефинансирования.** На фоне поддержания приемлемого запаса ликвидности на корсчетах и депозитах (около 800 млрд руб.) краткосрочные ставки денежного рынка в конце прошлой недели стабилизировались на уровне 6%, во многом благодаря щедрости ЦБ по предоставлению широких лимитов по наиболее востребованному инструменту рефинансирования - РЕПО (макс. 490 млрд руб. о/п 18 июня), а также привлечению 223 млрд руб. по кредитам под обеспечение нерыночными активами (536 млрд руб. на утро понедельника). Сохранения прежних ставок едва ли стоит ожидать на этой неделе. Как известно, в понедельник банкам предстоит перечислить до 255 млрд руб. НДС и акцизов, а до 28 июня около 150 млрд руб. по налогу на прибыль (наши оценки), что, как мы считаем, может привести к дополнительному спросу на фондирование в размере не менее 200 млрд руб. Сдерживать рост ставок, способный превысить 50 б.п., будет относительно мягкая политика Банка России, который демонстрирует готовность предоставить необходимый объем средств: сегодня лимит о/п РЕПО возрос до 640 млрд руб.

Темы выпуска

- **НМТП: долговая нагрузка продолжает снижаться**
-

НМТП: долговая нагрузка продолжает снижаться

Результаты оцениваем позитивно

НМТП (ВВ-/Ва3/-), крупнейший портовый оператор в РФ, опубликовал сильные финансовые результаты за 1 кв. 2012 г. по МСФО. Несмотря на сложные погодные условия в январе-феврале 2012 г. в Новороссийске (время простоя различных мощностей варьировалось от 14 до 30 дней), в целом за квартал компания смогла увеличить совокупный грузооборот на 3%. При этом смещение в сторону более маржинальных грузов привело к существенно опередившему выручку (+3% кв./кв.) росту EBITDA (+19% кв./кв.). Рентабельность по EBITDA достигла рекордного с начала 2011 г. уровня - 63,4%. Долговая нагрузка компании продолжает снижаться: с 6,3x (Чистый долг/EBITDA) на конец 1 кв. 2011 г. (в момент приобретения Приморского торгового порта) до 3,7x на конец 1 кв. 2012 г.

Ключевые финансовые показатели НМТП

В млн долл., если не указано иное	1 кв. 2012	4 кв. 2011	изм.	1 кв. 2012	1 кв. 2011	изм.
Выручка	275	267	+3%	275	233	+18%
EBITDA	174	146	+19%	174	118	+47%
Рентабельность по EBITDA	63,4%	54,7%	+8,7 п.п.	63,4%	50,5%	+12,9 п.п.
Операционная прибыль	148	129	+15%	148	96	+54%
Операционная рентабельность	53,8%	48,3%	+5,5 п.п.	53,8%	41,2%	+12,6 п.п.
Чистая прибыль	253	59	+4,3x	253	144	+76%
Операционный поток	143	121	+18%	143	39	+3,7x
Инвестиционный поток, в т.ч.	-20	-30	-33%	-20	-2 086	-104,3x
Капвложения	-9	-29	-3,2x	-9	-21	-2,3x
Финансовый поток	-23	-12	+1,9x	-23	1 824	-

в млн долл., если не указано иное	31 марта 2012	31 дек. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	2 513	2 506	0%
Краткосрочный долг	406	392	+4%
Долгосрочный долг	2 107	2 114	0%
Чистый долг*	2 248	2 360	-5%
Чистый долг/EBITDA LTM**	3,71x	4,29x	-

* С учетом депозитов, отраженных в краткосрочных инвестициях

** EBITDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Из-за сложных погодных условий в ряде сегментов произошло снижение объемов перевалки, но в целом грузооборот вырос на 3,3% кв./кв.

Из-за сложных погодных условий в Новороссийском порту в начале года произошло снижение грузооборота в ряде важных сегментов компании, в частности, физические объемы перевалки зерна сократились на 16% кв./кв. до 2,3 млн т, контейнерные перевозки - на 2% до 149 TEU (или до 1,2 млн т). Кроме того, в 1 кв. несколько уменьшились объемы перевалки сырой нефти (на 2% кв./кв. до 28,5 млн т), что было, тем не менее, более чем компенсировано ростом отгрузки нефтепродуктов (+43% кв./кв. после снятия ограничений на экспорт, действовавших в конце 2011 г.). В 1 кв. также произошел сезонный рост отгрузки в прибыльном сегменте черных металлов (+58% кв./кв. до 2,3 млн т.). В итоге общий грузооборот компании вырос более чем на 3% кв./кв. до 41,1 млн т.

Компания прогнозирует, что по итогам года грузооборот возрастет на 8,8%

Несмотря на в целом удачный старт года, в опубликованных операционных показателях за май 2012 г. наблюдается, в частности, снижение перевалки нефтепродуктов и зерна, что, по словам менеджмента компании, связано с календарным эффектом (длинные праздники), а также с фактором сезонности - многие компании (преимущественно, в нефтегазовой отрасли) используют это время года для ремонтных работ после зимнего периода. Тем не менее, по информации менеджмента, планы по объемам отгрузок подтверждены заказчиками до конца года. Также было отмечено, что в зерновом сегменте объемы стабилизировались уже в июне.

<p>Заметное улучшение рентабельности кв./кв. за счет увеличения более маржинальных перевозок, валютной переоценки и сокращения бонусов</p>	<p>Компания прогнозирует, что по итогам года грузооборот увеличится 8,8% г./г., что может быть, среди прочего, поддержано запуском Новороссийского мазутного терминала (пока работает в тестовом режиме, необходимо получение лицензии) и увеличением скорости обработки грузов на зерновом терминале (пока запланированные ранее инвестиции на расширение мощности терминала отложены). В то же время менеджмент компании признает замедление роста объемов по ЖРС, в том числе из-за усиления конкуренции со стороны Украины.</p> <p>Заметно опережающий выручку рост EBITDA в 1 кв. (+19% кв./кв.) был обеспечен в большей степени увеличением перевозок более маржинальных грузов, таких как нефтепродукты и черные металлы и, скорее всего, снижением объемов бункеровки кв./кв. Рентабельность по EBITDA возросла на 8,7 п.п. до 63,4%, максимального значения с момента консолидации в 1 кв. 2011 г. Приморского торгового порта. Поддержку рентабельности также оказало сокращение по сравнению с 4 кв. бонусов персоналу. Кроме того, положительный эффект был обеспечен валютной переоценкой (с учетом соответствующих корректировок, по данным менеджмента, рентабельность по EBITDA составила бы немногим менее 60%). При этом необходимо отметить, что некоторое давление на рентабельность оказало вынужденное увеличение ремонтных работ из-за погодных условий.</p>
<p>Высокий операционный поток позволил погасить часть долга</p>	<p>Операционный денежный поток увеличился на 18% кв./кв., составив 143 млн долл., его было достаточно для финансирования капвложений в размере 9 млн долл., средства были также направлены на погашение части долга (23 млн долл.), при этом объем денежных средств (с учетом краткосрочных депозитов) увеличился на 118 млн долл. до 265 млн долл.</p> <p>Снижение капзатрат более чем втрое по сравнению с предыдущим кварталом связано, по данным менеджмента, с завершением строительства ряда мощностей, при этом средства были направлены на приобретение различного оборудования (кран, погрузчики). Далее на протяжении года компания планирует наращивать капвложения. Согласно утвержденной инвестпрограмме, до конца 2013 г. компании предстоит инвестировать еще 122,6 млн долл., что может быть осуществлено из операционных денежных потоков. Кроме того, стратегия развития НМТП подразумевает инвестиции в объеме 1-1,1 млрд долл. до 2018 г., из них 265 млн долл. - до конца 2014 г., около 680 млн долл. - до конца 2018 г.</p>
<p>Долг хорошо сбалансирован</p>	<p>Долговая нагрузка продолжила сокращаться с 4,3х до 3,7х в терминах отношения Чистый долг/EBITDA. Большая часть (88%, или 2,2 млрд долл.) всего долга представлено кредитами Сбербанка, из которых 86% погашается в 2018 г., а остальная часть - в 2014 г. До конца года компании предстоит погасить лишь 63 млн долл., в 2013 г. - 86 млн долл. Уже после отчетной даты, в мае компания погасила евробонды номиналом 300 млн долл. за счет выпуска 3-летних рублевых облигаций номиналом 4 млрд руб. (~135 млн долл.), а также собственных средств.</p>
<p>Облигации неинтересны</p>	<p>Размещенные в начале мая рублевые облигации НМТП, БО-02 характеризуются низкой торговой ликвидностью и на текущих уровнях, на наш взгляд, неинтересны. Последние относительно крупные сделки проходили по YTM9,83% @ апрель 2015 г., предполагая премию к ОФЗ менее 220 б.п.</p>

Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

Нефтегазовая отрасль

Alliance Oil	Лукойл
Башнефть	Новатэк
БКЕ	Татнефть
Газпром	Транснефть
Газпром нефть	ТНК-ВР

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Распадская
Евраз	РМК
Кокс	Русал
Металлоинвест	Северсталь
ММК	СУЭК
Мечел	ТМК
НЛМК	ЧТПЗ
Норильский	Uranium One
Никель	

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	Ростелеком
МТС	Теле2

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	РусГидро
Ленэнерго	ФСК
Мосэнерго	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Санкт-Петербург	КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк
АИЖК	Банк Центр-инвест	КБ Ренессанс Капитал	РСХБ
Альфа банк	ВТБ	ЛОКО-Банк	Сбербанк
Азиатско-Тихоокеанский Банк	ВЭБ	МКБ	ТКС Банк
Банк Москвы	ЕАБР	НОМОС Банк	ХКФ Банк
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк	ОТП Банк	

Список последних обзоров по макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика апреля: в чем подвох?

Платежный баланс

Со слов А. Улюкаева, отток капитала в феврале замедлился до 9 млрд долл.

Инфляция

Инфляция: на низком старте

Валютный рынок

Мы пересматриваем прогнозы по платежному балансу и курсу рубля на 2012 г.

Монетарная политика ЦБ

ЦБ ожидаемо оставил ставки неизменными

Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

Промышленность

Промышленное производство: обманчивый рост

Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

Ликвидность

Рублевая ликвидность: пора распечатывать казну

Интервенции ЦБ

Интервенции ЦБ в марте

Бюджет

Бюджет РФ: улучшения ситуации с ликвидностью пока не ждем

Долговая политика

Пополнение Резервного фонда в долг

ЗАО «Райффайзенбанк»

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

Аналитика

Анастасия Байкова	research@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай		(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9801
Павел Папин		(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская		(+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

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
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807

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.