

НОВАЯ ПЕРЕВОЗОЧНАЯ КОМПАНИЯ (NR): КОММЕНТАРИЙ К РАЗМЕЩЕНИЮ РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ

ЮЛИЯ САФАРБАКОВА
yulia.safarbakova@trust.ru
СЕРГЕЙ ГОНЧАРОВ
sergey.goncharov@trust.ru
+7 495 786 23 48

16 июля Новая перевозочная компания планирует разместить рублевые облигации объемом RUB3 млрд. и сроком обращения 5 лет. Книга закрывается сегодня. Индикативный купон составляет 9.50-10.00%, и каждый квартал будут выплачиваться по 5% от тела долга. Кроме того, за компанией сохраняется право выкупа облигаций через 2.5 года. В результате бумага должна будет обеспечить доходность к погашению YTM 9.84-10.38% при дюрации 2.4 года.

Выпуску присвоен рейтинг B1 от Moody's, что ниже рейтинга группы-собственника Н-Транс (Moody's: Ba3, «Стабильный») в силу того, что бумаги, необеспеченные залогом, несут несколько большие риски относительно других долгов компании (по которым, в частности, заложена большая часть парка).

Мы считаем предложенные ориентиры достаточно привлекательными даже при размещении выпуска по нижней границе указанного ориентира. Справедливая, на наш взгляд, премия составляет 150 бп к бумагам Аэрофлота (Fitch: BB+) и ТрансКонтейнера (Ba2/NR/BB+).

ОБЩАЯ ИНФОРМАЦИЯ

НПК входит в тройку ведущих транспортных компаний России и осуществляет железнодорожные грузоперевозки на территории РФ, стран СНГ, Балтии и Китая. Филиальная сеть включает в себя 10 филиалов и 10 представительств на территории РФ.

Компания является дочерней организацией группы GlobalTrans - лидера среди частных железнодорожных операторов по количеству подвижного состава на российском рынке (около 40 тыс. ед. на конец апреля 2010), при этом в собственности (включая финансовый лизинг) находится порядка 90% парка. Отметим, что НПК – наиболее крупный актив группы – обеспечивает 77% грузооборота, 63% общего парка GlobalTrans и генерирует около половины всей выручки материнской компании.

GlobalTrans в свою очередь входит в структуру собственности (50.1% акций) группы Н-Транс (Moody's: «Ba3/Стабильный»), основными акционерами которой являются частные лица – Н. Мишин, К. Николаев и А. Филатов. Отметим, что на данный момент более 35% акций группы GlobalTrans находятся в свободном обращении на Лондонской фондовой бирже (через IPO в 2008 г. удалось привлечь USD224.7 млн., через SPO в 2009 г. – еще USD100 млн.).

ДИАГРАММА 1. СТРУКТУРА СОБСТВЕННОСТИ GLOBALTRANS

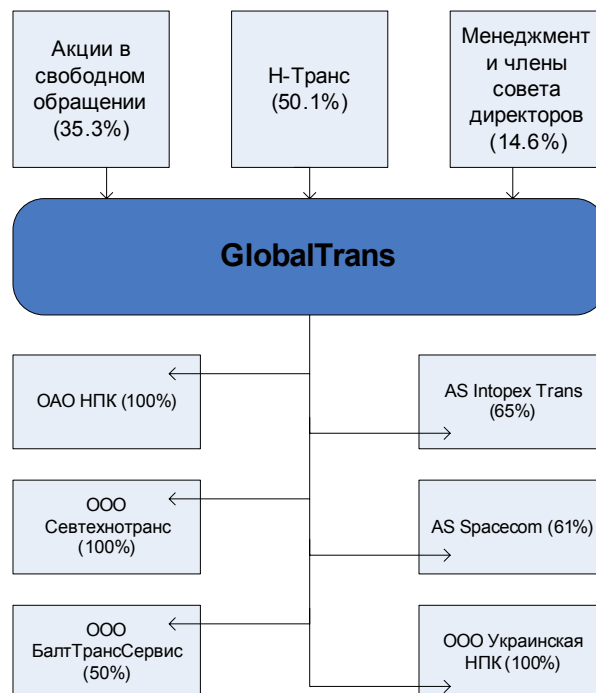




ДИАГРАММА 2. ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ GLOBALTRANS ПО МСФО

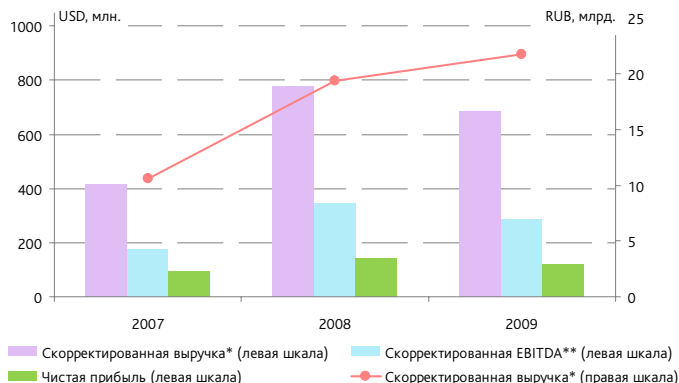
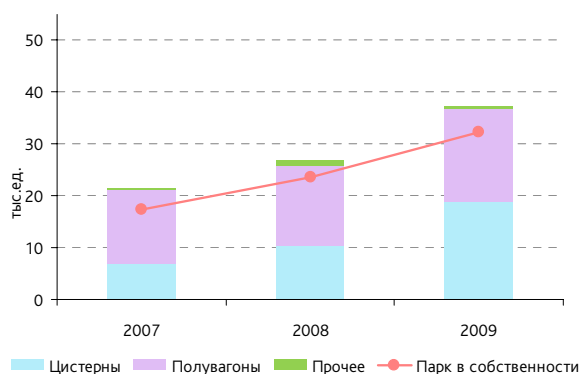


ДИАГРАММА 3. ДИНАМИКА РОСТА ОБЪЕМОВ ПОДВИЖНОГО СОСТАВА И ЕГО СТРУКТУРА



*Скорректированная выручка – за вычетом издержек на пользование инфраструктурой и локомотивной тягой
 **Скорректированная EBITDA – с корректировками по данным компании
 Источник: данные компании, НБ «ТРАСТ»

Источник: данные компании, НБ «ТРАСТ»

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

В целом мы считаем профиль эмитента довольно крепким в силу высокой прибыльности бизнеса, генерирования достаточного денежного потока от операционной деятельности, умеренной долговой нагрузки и поддержки материнской компании.

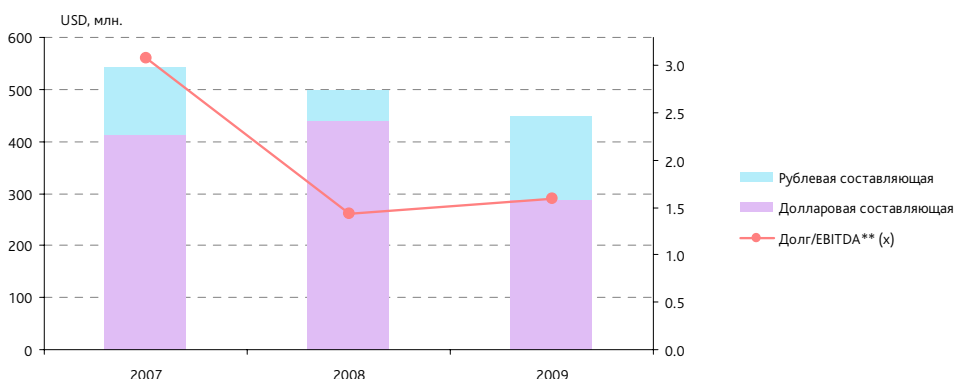
Отметим основные моменты кредитного профиля компании:

- **Рост грузооборота группы выше рыночного:** +3% за 2009 год (до 80.9 млрд. тонно-километров) на фоне снижения на 12% всего российского рынка железнодорожных грузоперевозок. Сбалансированный состав парка (вагоны-цистерны и полувагоны составили 51% и 48% парка по итогам 2009 г.) и хорошо развитая логистика позволили перестроить деятельность в соответствии с изменившимися потребностями рынка, сохранив тем самым обороты и укрепив рыночные позиции.
- **Расширение бизнеса:** вагонный состав за 2009 год вырос на 38% по сравнению с предыдущим периодом – до 37.2 тыс.ед. Активному увеличению парка способствовала как покупка новых вагонов по довольно низким ценам на них во 2П 2009 г., так и консолидация с ООО «БалтТрансСервис». При этом менеджмент утверждает, что на апрель 2010 вагонный парк уже превышает 40 тыс.ед.

Руководство довольно рационально подходит к планам по дальнейшему расширению бизнеса, в первую очередь преследуя цель сохранить рентабельность сделки. В связи с этим, в частности, менеджмент компании заявляет, что будет рассматривать возможность участия в приватизации Первой и Второй грузовых компаний, что, однако, будет зависеть от условий предложения.

- **Прибыльность деятельности:** скорректированная выручка и скорректированная EBITDA в рублевом эквиваленте выросли в 2009 г., по данным МСФО, до RUB21.8 млрд.(+12%) и RUB9 млрд. (+5% к прошлому году) соответственно. Источником увеличения чистого дохода от эксплуатации подвижного состава на 13% (примерно до RUB19 млрд.) во многом послужило увеличение парка подвижного состава (+38% до 37.2 тыс. единиц). Свой вклад внес также рост тарифов в рублевом эквиваленте (на 11%), преимущественно за счет увеличения объемов перевозки нефти и нефтепродуктов благодаря консолидации БалтТрансСервиса.

ДИАГРАММА 4. ДИНАМИКА И СТРУКТУРА ДОЛГА



Источник: данные компании, НБ «ТРАСТ»



- **Умеренная рентабельность** по EBITDA, составившая 24.5% за 2009 по МСФО (23.9% по итогам 2008 г.). На наш взгляд, результат несколько меньше ожидаемых значений, принимая во внимание сопоставимые показатели РЖД (19.3% и 24.5% за 2008 и 1П 09 соответственно по МСФО), которые включают низкоприбыльные пассажирские перевозки.
- **Низкая долговая нагрузка...**: показатель «Чистый Долг/EBITDA» для группы GlobalTrans составляет всего 1.0x, а Долг/EBITDA – 1.6x по итогам 2009 года по МСФО. В то же время у самой НПК долговая нагрузка умеренно высока (Долг/EBITDA – 2.5x по РСБУ за 2009 г.) и, по нашему мнению, вполне приемлема, учитывая поддержку материнской компании. При этом менеджмент планирует наращивать долг, не превышая комфортный уровень задолженности к EBITDA в размере 2.0x для группы в целом.
- **...но с преобладанием валютного долга**: 60% совокупной задолженности приходится на займы в долларовом эквиваленте, по словам руководства GlobalTrans. Отметим, что группа активно предпринимает меры по улучшению структуры долга. Так, в 2008 г. по МСФО доля долга в долларовом эквиваленте составила 88% (из USD497.7 млн.), а в 2009 по МСФО – уже 64% (или USD287.9 млн. из общих займов USD449.1 млн.). В будущем также ожидается улучшение структуры обязательств, в том числе за счет данного выпуска рублевых облигаций.
- **Сильная позиция ликвидности**: денежные средства и эквиваленты группы (USD160 млн.) с лихвой покрывают платежи по обязательствам в течение года (USD151.4 млн.). EBITDA обеспечивает также выплаты по текущим процентам на достаточном уровне (EBITDA/Проценты по итогам 2009 по МСФО составил 6.0x).

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ GLOBALTRANS

МСФО, USD млн.	2007	2008	2009	Изм. USD*	Изм. RUB*
Выручка	605	1,445	1,163	-19.5%	2.8%
Скорректированная Выручка**	413	779	685	-12.1%	12.3%
Скорректированная EBITDA***	177	345	285	-17.6%	5.2%
Чистая прибыль	93	143	121	-15.0%	8.5%
Чистый операционный денежный поток	214	250	272	9.1%	39.3%
Капитальные вложения	99	145	107	-26.3%	-5.9%
Всего активы	958	1,231	1,265	2.8%	5.8%
Собственный капитал	279	559	712	27.3%	31.0%
Совокупный долг в т.ч.	547	498	449	-9.8%	-7.1%
<i>Краткосрочный долг</i>	176	160	153	-4.0%	-1.2%
Денежные средства и эквиваленты	33	137	160	16.9%	20.3%
Показатели					
EBITDA*** margin (%)	29.3	23.9	24.5		
EBITDA***/проценты (x)	3.2	6.2	6.0		
Долг/EBITDA*** (x)	3.1	1.4	1.6		
Чистый долг/EBITDA*** (x)	2.9	1.0	1.0		
Денежные средства/Краткосрочный долг (%)	18.9	85.8	104		
Долг/Собственный капитал (x)	2.0	0.9	0.6		

* Изменение показателей год к году; для приведения показателей баланса в рубли использованы курсы на конечную дату (по данным ЦБ), для показателей ОПУ – усредненные курсы, взвешенные на месячные потоки (по данным компании).

** Скорректированная выручка рассчитывается менеджерами компании как выручка за вычетом издержек на пользование инфраструктурой и локомотивной тягой по грузовым рейсам.

*** Скорректированная EBITDA рассчитывается менеджерами компании как чистая прибыль с корректировками на налоговые платежи, чистые финансовые издержки, амортизацию, доходы от курсовых разниц, ассоциированных компаний и прочей деятельности, поступлений от продажи основных средств и их обесценения.

Источник: данные компании, НБ «ТРАСТ»

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ДИРЕКЦИЯ АНАЛИЗА ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Евгений Надоршин +7 (495) 789-35-94

Департамент макроэкономики и стратегии

Мария Помельникова

Департамент кредитного анализа +7 (495) 786-23-48

Сергей Гончаров
Юлия Сафарбакова

Выпускающая группа

Татьяна Андриевская +7 (495) 789-36-09
Николай Порохов Ричард Холиоук
research.debtmarkets@trust.ru

ДИРЕКЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Дмитрий Игумнов +7 (495) 647-25-98

Торговые операции

Андрей Труфакин +7 (495) 789-60-58

Клиентские продажи

Себастьян де Принсак +7 (495) 647-25-74
Олеся Курбатова +7 (495) 647-25-90
Александр Хлопецкий +7 (495) 647-28-39

sales@trust.ru

Департамент количественного анализа и информационного развития

Андрей Малышенко +7 (495) 786-23-46
Вадим Закройщиков
Дмитрий Пуш

REUTERS: TRUST

TRUSTBND/RUR1 ОФЗ
TRUSTBND/RUR2 Субфедеральные облигации
TRUSTBND/RUR3 Телекоммуникационные облигации
TRUSTBND/RUR4 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/RUR5 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/EUR1 Суверенные и субфедеральные еврооблигации
TRUSTBND/EUR2 Корпоративные еврооблигации (нефть и газ, телеком)
TRUSTBND/EUR3 Корпоративные еврооблигации (промышленность)
TRUSTBND/EUR4 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR5 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR6 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/RF30 Russia 30

BLOOMBERG: TIBM

TIBM11. Рублевые корпоративные облигации
TIBM12. Суверенный долг и ОВВЗ
TIBM13. Корпоративный внешний долг
TIBM4. Макроэкономика и денежный рынок
TIBM2. Навигатор долгового рынка
TIBM3. Анализ эмитентов

WEB: [HTTP://WWW.TRUST.RU](http://www.trust.ru)

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленные информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах. Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваются выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка. Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранцы инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правилах 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и понимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимися частными инвесторами.

Каждый аналитик Департамента исследований долговых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данным ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженными в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Департамента исследований долговых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.