

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Корпоративные события

 Евгений Чердаков  
 e.cherdakov@zenit.ru

 Кирилл Сычев  
 k.sychev@zenit.ru

#### НМТП (ВВ-/ВаЗ/-): позитивный финансовый отчет по итогам 1К14, а бумаги предлагают интересную доходность, но малоликвидны

В конце прошлой недели НМТП, крупнейший российский стивидор, опубликовал финансовую отчетность по итогам 1К14. Мы оцениваем раскрытые показатели как позитивные. Несмотря на снижение общего грузооборота, в 1К14 компания смогла нарастить выручку на 6.7% г/г (до 255 млн. долл.), тогда как показатель EBITDA рос еще более быстрыми темпами (на 10.5% г/г) и достиг 152 млн. долл. В результате, рентабельность НМТП по EBITDA выросла до 59.4% (+2 пп г/г). Долговая нагрузка компании, в то же время, снизилась к концу 1К14 до 3.2x в терминах чистый долг / EBITDA LTM, чему способствовали стабильная величина долга (снизился на 1.6% к началу года) и рост EBITDA в 1К14, однако наиболее существенное влияние дало увеличение денежной позиции – на пополнение резерва ликвидности на балансе НМТП был направлен почти весь свободный денежный поток по итогам 1К14.

Напомним, что ранее компании опубликовала не самые сильные операционные результаты: в 1К14 общий объем перевалки грузов продолжил сокращаться, упав на 9.1% г/г (до 33.6 млн. тонн), причем уже относительно показателей слабого для компании 2013 г. (по итогам года было зафиксировано сокращение грузооборота на 11.3% г/г). Снижение грузооборота в 1К14 было, главным образом, связано с тем, что НМТП не смог (а в ближайшем будущем компании вряд ли удастся ввиду роста загрузки ВСТО) восстановить объемы перевалки сырой нефти. Так, в 2013 г. он снизился на 17.2% г/г, а в 1К14 – уже на 18.8% г/г (до 19.5 млн. тонн). В то же время, умеренный рост объемов перевалки нефтепродуктов на 5.1% г/г (до 7.2 млн. тонн) лишь в незначительной мере компенсировал сокращение объемов перевалки нефти. Вместе с тем, хорошую динамику по итогам 1К14 показали навалочные грузы – по данной категории грузооборот вырос более чем в 1.5 раза г/г и достиг около 2.4 млн. тонн. Такая динамика была обусловлена восстановлением экспорта зерна, объемы которого выросли до 1.5 млн. тонн – почти в 9.5 раз к низкой базе 1К13, в котором экспорт отсутствовал в условиях низких внутренних запасов зерна и, как следствие, высоких цен. В итоге, именно рост выручки от перевалки зерна перекрыл выпадающие доходы компании в сегменте наливных грузов и обеспечил рост консолидированной выручки. В отношении динамики EBITDA в 1К14 отметим, что опережающий рост показателя был обусловлен, помимо фактора увеличения выручки, стабильной величиной себестоимости услуг г/г, что позволило увеличить валовую маржу до 58.2% (против 55.7% в 1К13). Позитивный эффект имело также и снижение SG&A-расходов на 12% г/г.

Свободный денежный поток НМТП по итогам 1К14 увеличился более чем в 1.5 раза г/г и достиг 77 млн. долл.. Этому поспособствовал сильный денежный поток от операционной деятельности, который рос опережающими темпами (на 48.1% г/г) и достиг 93 млн. долл. Капитальные расходы также выросли, но в гораздо меньшем масштабе – до 16 млн. долл. (+7.4% г/г) или 0.1x EBITDA. Свободный денежный поток НМТП был использован для снижения долговой нагрузки долговой нагрузки. Так, из этих средств компания погасила задолженность на 19 млн. долл., а остаток, большей частью, пополнил запас ликвидности на балансе. В результате, ее чистый долг к концу 1К14 снизился на 5.2% к началу года и составил 1 673 млн. долл. Это, вкпе с ростом EBITDA в 1К14, привело к снижению уровня долговой нагрузки до 3.2x в терминах чистый долг / EBITDA LTM, тогда как на начало года показатель еще составлял 3.5x. Доля коротких обязательств в структуре долга к концу прошлого квартала составила 17.4%, что немного ниже уровня начала года (18.2%). Отметим, что на горизонте ближайшего года риски рефинансирования НМТП минимальны:

#### Ключевые финансовые показатели НМТП по итогам 1К14

млн. долл.	1К14	1К13	%г
Выручка	255	239	6.7%
<i>в т.ч. стивидорные услуги</i>	78.6%	77.0%	1.7 пп
EBITDA	152	137	10.5%
Операционная прибыль	133	115	15.6%
Чистая прибыль	(32)	38	-
Рентабельность по EBITDA	59.4%	57.3%	2.0 пп
Операционная рентабельность	52.1%	48.1%	4.0 пп
Чистая рентабельность	-	15.8%	-
Чистый операционный ден. поток	93	63	48.1%
CAPEX*	16	15	7.4%
Свободный денежный поток	77	48	60.8%

млн. долл.	1К14	2013	%г
Активы	3 471	3 658	-5.1%
<i>в т.ч. денеж. ср-ва и депозиты</i>	477	421	13.3%
Долг**	2 150	2 186	-1.6%
<i>доля краткосрочного долга</i>	17.4%	18.2%	-0.8 пп
Чистый долг**	1 673	1 765	-5.2%
Капитал	996	1 119	-11.0%
CAPEX/EBITDA	0.1x	0.2x	-
Долг/EBITDA LTM	4.1x	4.3x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	3.2x	3.5x	-
EBITDA/Процентные платежи	5.5x	4.1x	-
Долг/Капитал	2.2x	2.0x	-

\* включая лизинговые платежи

\*\* включая обязательства по финансовому лизингу

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

#### Динамика операционных результатов НМТП в 1К14

млн. тонн	1К14	1К13	%г
<b>ГРУЗОБОРОТ, ВСЕГО</b>	<b>33.6</b>	<b>37.0</b>	<b>-9.1%</b>
<b>Наливные грузы, всего</b>	<b>26.9</b>	<b>31.0</b>	<b>-13.2%</b>
Сырая нефть	19.5	24.0	-18.8%
Нефтепродукты	7.2	6.8	5.1%
Прочее	0.3	0.2	47.3%
<b>Навалочные грузы, всего</b>	<b>2.4</b>	<b>1.6</b>	<b>50.3%</b>
Зерно	1.5	0.2	x9.4
Руда и ЖРС	0.3	0.6	-43.8%
Минеральные удобрения	0.1	0.3	-49.2%
Сахар	0.3	0.2	38.4%
Уголь	0.2	0.3	-45.8%
Прочее	0.0	0.1	-94.7%
<b>Генеральные грузы, всего</b>	<b>3.0</b>	<b>3.1</b>	<b>-4.5%</b>
Черные металлы и чугун	2.5	2.6	-1.6%
Цветные металлы	0.2	0.3	-28.6%
Прочее	0.2	0.2	-7.0%
<b>Контейнеры, тыс. TEU</b>	<b>167.1</b>	<b>159.1</b>	<b>5.0%</b>

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

денежная позиция компании с запасом покрывает краткосрочные обязательства. К этому можно добавить, что еще в ноябре 2013 г. НМТП удалось договориться со Сбербанком (ключевой кредитор компании) о реструктуризации долгосрочного кредита на 1.95 млрд. долл. с погашением в январе 2018 г. Изменения коснулись, прежде всего, порядка определения процентной ставки, которая теперь считается как LIBOR 3M + 5% годовых вместо фиксированной ставки 7.48% годовых. Кроме того, с этого месяца по кредиту действует новый график погашения, при котором выплаты основного объема долга перенесены ближе к дате погашения.

С точки зрения кредитных рейтингов, отчетность НМТП за 1К14 позитивна (в мае S&P и Moody's подтвердили рейтинги компании на текущих уровнях), но, на наш взгляд, их динамика находится в куда большей зависимости от грядущего раздела компании, который существенно перекроит ее операционный профиль и кредитные метрики. Напомним, что ключевые акционеры НМТП (Группа «Сумма» и Транснефть) конфликтуют еще с начала 2013 г., основная предпосылка – разное видение перспектив дальнейшего развития компании. При этом с конца 2013 г. в открытых источниках появлялись сообщения, что конфликт будет разрешен за счет разделения активов: Транснефть получит нефтеналивные активы НМТП, а Сумма – весь остальной бизнес (генеральные и навалочные грузы, а также контейнеры). В СМИ была озвучена следующая схема: доля Группы «Сумма» в НМТП вырастет с текущих 27.75% до 83.25% – Транснефть в обмен на нефтеналивные активы отдаст Сумме свой пакет акций (35.5%), а также примет на себя часть долга компании и дополнительно заплатит Сумме порядка 0.7-1 млрд. долл. Кроме того, Сумма может выкупить и долю Росимущества (20%), при этом государство сохранит за собой «золотую акцию», которая прописана в уставе НМТП. В случае реализации раздела в описанном виде, это, с одной стороны, приведет к потере компанией большей части ее денежного потока (по итогам 2013 г. поступления от перевалки нефти, нефтепродуктов и бункеровки составили более 60% консолидированной выручки НМТП). Вместе с тем, будет и позитивный эффект – компания сможет снизить долговую нагрузку до минимального уровня за счет перевода части долга на передаваемый Транснефти бизнес и направления части полученных от Транснефти денег на погашение долга. В то же время, часть этих денег может быть выплачена в виде спецдивидендов, на которые претендует и Росимущество, которое готово продать свой пакет в НМТП только после их выплаты. Позиция Росимущества, а также отсутствие, на текущий момент, окончательного консенсуса в Правительстве относительно раздела активов может привести к затягиванию «цивилизованного развода». На наш взгляд, решение по сделке может быть принято ближе к концу года.

Единственный обращающийся на рынке выпуск компании НМТП БО-02 с начала распродаж в связи с кризисом вокруг Украины, на фоне невысокой ликвидности, показали умеренную коррекцию – в пределах 2.5 фигур в цене, начав снижаться с уровня в 101% от номинала. В течение же последних 2-х месяцев цена облигаций колебалась примерно в этом же диапазоне 98.6%-100.3%. При этом индикативные биды стоят сейчас по 98% от номинала, что транслируется в спрэд к ОФЗ порядка 380 бп, что, на наш взгляд, выглядит достаточно привлекательно, с учетом того, что раздел бизнеса НМТП между основными акционерами (и связанные с этим риски, пусть даже потенциальные) вряд ли успеет случиться (по крайней мере, исходя из озвученных публично сроков принятия решения) на горизонте обращения бумаги. В то же время, привлекательность бумаги, опять же, существенно ограничивается ее низкой ликвидностью.

# Первичный рынок

Чепрагин Дмитрий Кирилл Сычев  
d.chepragin@zenit.ru k.sychev@zenit.ru

## Альфа-Банк БО-10 (BB+/Ba1/BBB-): новый выпуск смотрится интересно, начиная с нижней границы заявленного диапазона доходности

Сегодня Альфа-Банк в течение дня проведет book building биржевых облигации серии БО-10 объемом 5 млрд руб. Срок обращения выпуска составляет 3 года, условиями выпуска предусмотрена оферта через 2 года. Ориентир ставки купона находится в диапазоне 10.25%-10.50% годовых, что соответствует доходности к погашению 10.51%-10.78% годовых на дюрации 1.85 г. Размещение на бирже запланировано на 11 июня.

Недавние размещения на первичном рынке, в целом, демонстрируют сохранение спроса со стороны инвесторов на качественный долг. После долгого затишья в связи с украинским конфликтом первичный рынок уже был успешно протестирован выпусками финансовых институтов, как с годовой, так и двухлетней офертой. Так в начале июня ЕАБР (BBB/A3/-) разместил выпуск серии 09 (YTP – 9.88%/D-1.86 г.) по нижней границе доходности, а в пятницу Русфинанс Банк (BBB/Ba1/BBB+) закрыл книгу заявок по выпуску серии БО-08 (YTP – 9.94%/D-1 г.) с переподпиской 4.4x, что позволило сдвинуть вниз нижнюю планку доходности на 20 бп. Учитывая, что упомянутые банки размещались в пределах двухлетней с премией к кривой ОФЗ в диапазоне 180-200 бп., на наш взгляд, заявленные ориентиры доходности Альфа-Банка, БО-10, которые транслируются в спред к кривой ОФЗ в диапазоне 250-280 бп., смотрятся интересно уже по нижней границе ввиду более низкого рейтинга, а также двухлетней оферты. В тоже время мы не исключаем возможность того, что по результатам сбора заявок нижняя граница диапазона доходности может быть скорректирована вниз на 20 бп.

### Альфа-Банк, БО-10

#### Основные параметры выпусков

Эмитент	ОАО "Альфа-Банк"
Рейтинги (S&P/M/F)	BB+ / Ba1 / BBB-
Ломбардный список ЦБ	да
Серия БО-10	5 000 млн. руб.
Срок обращения	3 года
Оферта	Через 2 года @ 100%
Купонный период	182 день
Ориентир по купону	10.25-10.50% годовых
Ориентир по YTP	10.51-10.78% годовых
Дюрация	1.85 года
Размещение на ФБ ММВБ	11 июня 2014 г.
Организаторы	ОАО "Альфа-Банк"
Агент по размещению	ОАО "Альфа-Банк"

Источник: Данные Организаторов, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Первичный рынок

## Первичный рынок: корпоративные выпуски

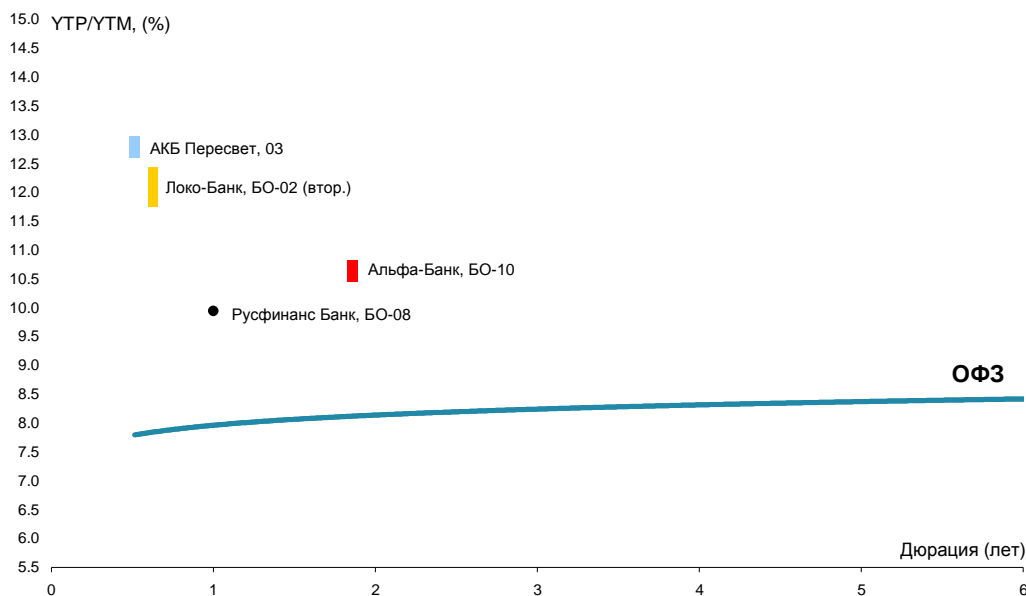
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
КИТ Финанс Капитал, БО-03	NR	нет	2 000	н/д	Конкурс	09.06.2014	н/д	нет / 3 г
Русфинанс Банк, БО-08	BBB- / Ba1 / BBB+	да	4 000	9.94	06.06.2014	10.06.2014	нет / 1 г	1 г / 5 лет
Альфа-Банк, БО-10	BB+ / Ba1 / BBB-	да	5 000	10.51-10.78	09.06.2014	11.06.2014	нет / 1.85 г	2 г / 3 г
Локо-Банк, БО-02 (вторичное)	- / B2 / B+	да	до 1 500	11.74-12.43	11.06.2014	16.06.2014	нет / 0.64 г	0.7 г / 1.7 г
АКБ Пересвет, 03	B+ / B3 / -	да	2 000	12.63-12.89	18.06.2014	20.06.2014	нет / 0.5 г	0.5 г / 3 г

Цветом выделены выпуски, по которым идет сбор заявок

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Последние размещения: корпоративные выпуски

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещенный объем, млн. руб.	Bid cover/ Размещ. объем	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Фактическая УТР/УТМ, % годовых	Дата размещения	Амортизация/Дюрация
КБ МИА, БО-03	- / Ba2 / -	да	2 000	н/д / 100%	11.04-11.30	11.04	06.06.2014	нет / 1 г
РГС Недвижимость, 01	NR	нет	3 200	н/д / 100%	н/д	11.30	06.06.2014	нет / 0.5 г
ДельтаКредит, БО-01	- / Baa3 / BBB+	да	3 000	н/д / 100%	н/д	10.83	05.06.2014	нет / 3.61 г
Элемент Лизинг, БО-03	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	13.10-13.65	13.37	03.06.2014	нет / 1 г
ЕАБР, 09	BBB / A3 / -	да	5 000	1.8 / 100%	9.88-10.15	9.88	02.06.2014	нет / 1.86 г
КБ Центр-Инвест, БО-10	- / Ba3 / -	да	3 000	1.5 / 100%	12.10-12.36	12.10	28.05.2014	нет / 0.5 г
АИЖК, БО-02	BBB- / Baa1 / -	да	5 000	н/д / 100%	10.27-10.60	10.00	27.05.2014	нет / 1.84 г
Башнефть, БО-05	- / Ba2 / BB	да	10 000	н/д / 100%	н/д	10.99	26.05.2014	нет / 3.68 г
ЮниКредит Банк, БО-21	BBB / Baa2 / BBB+	да	10 000	н/д / 100%	10.04-10.25	9.94	23.05.2014	1 г / 5 лет
Газпромбанк, БО-08	BBB- / Baa3 / BBB-	да	10 000	1.3 / 100%	9.99-10.25	9.99	23.05.2014	нет / 1 г
Мегафон, БО-04	BBB- / Baa3 / BB+	да	15 000	4.0 / 100%	10.04-10.25	9.67	20.05.2014	нет / 1 г
ТД Спартак-Казань, БО-01	NR	нет	1 500	н/д / 100%	н/д	14.49	06.05.2014	нет / 1.4 г
ДельтаКредит, БО-06	- / Baa3 / BBB+	да	5 000	н/д / 100%	10.62	10.62	06.05.2014	нет / 6.45 г
Связь-Банк, БО-02 (вторичное)	BB / - / BB	да	до 5 000	н/д / 44%	не более 9.99	9.99	05.05.2014	нет / 0.5 г
УНГП-Финанс, БО-03	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.25	29.04.2014	нет / 1.86 г
МИБ, 01	- / - / BBB-	да	2 000	3.2 / 100%	10.25-10.51	10.15	29.04.2014	нет / 1.43 г



# Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9  
 тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36  
 WEB: <http://www.zenit.ru>

## Начальник Департамента

Зам.начальника Департамента

Зам.начальника Департамента

Кирилл Копелович  
 Константин Поспелов  
 Виталий Киселев

[kopelovich@zenit.ru](mailto:kopelovich@zenit.ru)  
[konstantin.pospelov@zenit.ru](mailto:konstantin.pospelov@zenit.ru)  
[v.kiselev@zenit.ru](mailto:v.kiselev@zenit.ru)

## Управление продаж

Валютные и рублевые облигации  
 Валютные и рублевые облигации  
 Валютные и рублевые облигации  
 Валютные и рублевые облигации

Юлия Шабанова  
 Максим Симагин  
 Александр Валканов  
 Юлия Паршина

[j.shabanova@zenit.ru](mailto:j.shabanova@zenit.ru)  
[m.simagin@zenit.ru](mailto:m.simagin@zenit.ru)  
[a.valkanov@zenit.ru](mailto:a.valkanov@zenit.ru)  
[y.parshina@zenit.ru](mailto:y.parshina@zenit.ru)

## Аналитическое управление

Макроэкономика  
 Макроэкономика/кредитный анализ  
 Кредитный анализ  
 Кредитный анализ  
 Акции

Акции  
 Облигации

[research@zenit.ru](mailto:research@zenit.ru)  
[firesearch@zenit.ru](mailto:firesearch@zenit.ru)

Владимир Евстифеев  
 Кирилл Сычев  
 Евгений Чердаков  
 Дмитрий Чепрагин  
 Евгения Лобачева

[v.evstifeev@zenit.ru](mailto:v.evstifeev@zenit.ru)  
[k.sychev@zenit.ru](mailto:k.sychev@zenit.ru)  
[e.cherdakov@zenit.ru](mailto:e.cherdakov@zenit.ru)  
[d.chepragin@zenit.ru](mailto:d.chepragin@zenit.ru)  
[eugenia.lobacheva@zenit.ru](mailto:eugenia.lobacheva@zenit.ru)

## Управление рынков долгового капитала

Рублевые облигации

Денис Ручкин  
 Фарида Ахметова  
 Марина Никишова  
 Вера Панова  
 Алексей Басов  
 Екатерина Гашигуллина

[ibcm@zenit.ru](mailto:ibcm@zenit.ru)  
[d.ruchkin@zenit.ru](mailto:d.ruchkin@zenit.ru)  
[f.akhmetova@zenit.ru](mailto:f.akhmetova@zenit.ru)  
[m.nikishova@zenit.ru](mailto:m.nikishova@zenit.ru)  
[vera.panova@zenit.ru](mailto:vera.panova@zenit.ru)  
[a.basov@zenit.ru](mailto:a.basov@zenit.ru)  
[e.gashigullina@zenit.ru](mailto:e.gashigullina@zenit.ru)

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2014 Банк ЗЕНИТ.