

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Корпоративные события

 Евгений Чердаков  
 e.cherdakov@zenit.ru

 Кирилл Сычев  
 k.sychev@zenit.ru

#### АЛРОСА (ВВ-/Ваз/ВВ): сильный финансовый отчет по итогам 1П14, длинный евробонд торгуется на близком к справедливому уровню

В конце прошлой недели АЛРОСА, крупнейшая алмазодобывающая компания, опубликовала финансовый отчет за 1П14. Мы оцениваем раскрытые показатели как весьма сильные. Так, выручка компании в 1П14 показала рост на 27.4% г/г (до 104.8 млрд. руб.), EBITDA – на 34.2% г/г (до 82.3 млрд. руб.), а рентабельность по EBITDA выросла до 45.1% (+2.3 пп г/г). Величина долга АЛРОСА по состоянию на конец 1П14 показала умеренный рост по сравнению с началом года, увеличившись до 144.1 млрд. руб. (+4% к 4К13). В то же время, уровень долговой нагрузки к концу 1П14 заметно снизился по сравнению с началом года и составил 1.4x чистый долг / EBITDA LTM (против 1.9x на конец 4К13), что стало следствием как быстрого роста EBITDA, так и кратного увеличения суммы наличности на балансе (рост в 3.4 раза к началу года, до 31.4 млрд. руб.).

Столь сильная динамика финансовых результатов по итогам 1П14 обусловлена рядом факторов, среди которых можно отметить хорошую рыночную конъюнктуру, что позволило заметно увеличить физические объемы реализации алмазов. Так, в 1П14 общие продажи выросли на 10.5% г/г (до 21.1 млн. кар.), в том числе продажи ювелирных алмазов – на 7.6% г/г (до 15.6 млн. кар.). В условиях растущего спроса АЛРОСА активно распродала стоки, поскольку объем добычи сырья в 1П14 составил 15.9 млн. карат, снизившись на 7% г/г. Кроме того, свой вклад внес и рост цен: в 1П14 средневзвешенная цена реализации выросла на 2.6% г/г (до 130.6 долл за карат), выросли цены как технические (на 34.9% г/г), так и на ювелирные алмазы (на 4.6% г/г). Наконец, учитывая, что примерно 90% доходов компании от продажи алмазов формируется за счет реализации на экспорт, существенный вклад в рост финансовых результатов АЛРОСА внесло ослабление рубля в течение 1П14 (так, по данным Bloomberg, средний курс рубля к доллару в 1П14 снизился на 12.7% г/г).

Увеличение продаж и сокращение запасов по итогам 1П14 позволили компании обеспечить рост чистого операционного денежного потока (за вычетом выплат по процентам) в 1.6 раза к уровню прошлого года (до 31.4 млрд. руб.). В то же время, объем капвложений сохранился на уровне прошлого года, составив 15 млрд. руб. или 0.3x EBITDA. В результате, свободный денежный поток АЛРОСА по итогам 1П14 вырос почти в 4 раза к уровню прошлого года и достиг 16.3 млрд. руб., эти деньги были направлены на пополнение запаса ликвидности на балансе компании, что, в том числе, обеспечило рост остатков денежных средств на балансе в 3.4 раза (до 31.4 млрд. руб.) по сравнению с началом года. Долг АЛРОСА вырос незначительно к уровню начала года и составил 144.1 млрд. руб. (+4% к 4К13), при этом в течение 1П14 компания заметно улучшила временную структуру долгового портфеля: доля короткого долга к концу 1П14 снизилась до вполне комфортных 19.8%, тогда как на начало года краткосрочные обязательства формировали более 40% всего долга. В то же время, уровень долговой нагрузки АЛРОСА к концу 1П14 снизился до 1.4x в терминах чистый долг / EBITDA LTM (против 1.9x на начало года). Это произошло благодаря росту EBITDA в 1П14, а также кратному увеличению денежных остатков на балансе компании. В целом, результаты за 1П14 привели к заметному усилению кредитных метрик АЛРОСА, но позитивное влияние усиления кредитных метрик на рейтинги компании мы вряд ли увидим до урегулирования украинского кризиса, что прервет цикл санкций и контрсанкций, уже действующих и потенциальных.

С момента очередной распродажи, стартовавшей в середине прошлой недели, длинный евробонд компании ALRSRU'20 потерял в цене около 350 бп и, на текущий

#### Ключевые финансовые показатели АЛРОСА по итогам 1П14

млн. руб.	1П14	1П13	%
Выручка	104 789	82 229	27.4%
ЕБИТДА	47 289	35 245	34.2%
Операционная прибыль	39 221	30 436	28.9%
Чистая прибыль	23 117	14 616	58.2%
Рентабельность по EBITDA	45.1%	42.9%	2.3 пп
Операционная рентабельность	37.4%	37.0%	0.4 пп
Чистая рентабельность	22.1%	17.8%	4.3 пп
Операц. ден.поток до изм. обор. кап.	45 936	34 946	31.4%
Чистый операцион. денеж. поток*	31 376	19 117	x1.6
САРЕХ	15 027	14 928	0.7%
Свободный денежный поток	16 349	4 189	x3.9

млн. руб.	1П14	2013	%
Активы	380 162	354 871	7.1%
в т.ч. денежные средства	31 406	9 270	x3.4
Долг	144 082	138 591	4.0%
доля краткосрочного долга	19.8%	40.6%	-20.8 пп
Чистый долг	112 676	129 321	-12.9%
Капитал	172 425	159 461	8.1%
САРЕХ+М&А	15 027	45 156	-
САРЕХ/EBITDA	0.3x	0.6x	-
(САРЕХ+М&А)/EBITDA	0.3x	0.7x	-
Долг/EBITDA LTM	1.8x	2.0x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	1.4x	1.9x	-
EBITDA/Процентные платежи	11.2x	7.3x	-
Долг/Капитал	0.8x	0.9x	-

\* за вычетом процентных платежей

Источник: отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

#### Динамика операционных результатов АЛРОСА в 1П14

млн. карат	1П14	1П13	%
Добыча алмазов	15.9	17.1	-7.0%
Реализация алмазов	21.1	19.1	10.5%
т.ч. ювелирных	15.6	14.5	7.6%
технических	5.5	4.6	19.6%
Ср. цена реализ. алмазов, \$/карат	130.6	127.3	2.6%
ср. цена реализ. ювел. алмаз., \$/карат	172.6	165.0	4.6%
ср. цена реализ. техн. алмаз., \$/карат	11.6	8.6	34.9%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

момент, торгуется по 104.51% от номинала, показав за прошедшее время динамику чуть хуже рынка в среднем. За прошедшие дни бумага расширила спрэд к кривой UST примерно на 70 бп, значение которого достигло 490 бп. Евробонд АЛРОСА все еще сохраняет дисконт около 60 бп к евробонду Металлоинвеста (BB+/Ba2/BB), при этом премия ALRSRU'20 к длинным бумагам НЛМК (BB+/Baa3/BBB-) и Северстали (BB+/Ba1/BB+) достигает 70-80 бп, что, на наш взгляд, выглядит несколько широко и может быть связано с опасениями относительно возможного участия АЛРОСА в очередном витке санкционной войны. Рублевые бумаги АЛРОСА характеризуются куда меньшей ликвидностью и сосредоточены на участке кривой с дюрацией от 0.5 г до 1 г, спрэд этих бумаг к суверенной кривой колеблется в диапазоне 80-100 бп, что означает премию в 30-50 бп к бидам в коротких рублевых выпусках НЛМК, что выглядит справедливо.

### Группа FESCO (B+/-/B): слабый отчет за 1П14, евробонды компании окончательно освоились в статусе junk bonds

В прошлую пятницу один из крупных логистических операторов, Группа FESCO, опубликовал финансовую отчетность по итогам 1П14. Мы оцениваем раскрытые показатели как слабые. В 1П14 компания снизила выручку на 8% г/г (до 513 млн. долл.), а EBITDA упала на 31.3% г/г – до 68 млн. долл. В итоге рентабельность по EBITDA компании опустилась до рекордно низкого уровня, составив всего лишь 13.3% (-4.5 г/г). Долг FESCO к концу 1П14 мало изменился по сравнению с началом года и составил 1 305 млн. долл. (+2.9% к 4К13). Вместе с тем, уровень долговой нагрузки заметно вырос даже на фоне относительно стабильной величины долга, достигнув 7.5x чистый долг / EBITDA LTM (против 5.8x на начало года). Этот рост был обусловлен, с одной стороны, высокими темпами снижения EBITDA в 1П14, а также сокращением суммы ликвидных активов на балансе FESCO к концу 1П14 (на 27.2% к началу года, до 139 млн. долл.). Отметим, что существенное влияние на динамику финансовых результатов FESCO оказало ослабление рубля в течение 1П14 (так, по данным Bloomberg, средний курс рубля к доллару снизился на 12.7% г/г), а выручка FESCO в рублях за 1П14 показала рост на 2.6% г/г, тогда как EBITDA – снизилась лишь на 2.3% г/г. Дополнительное давление на операционную рентабельность по итогам 1П14 оказали операционные и SG&A-расходы, которые при снижающейся (в долларах) выручке оставались на уровне прошлого года (либо росли в рублях опережающими по сравнению с выручкой темпами).

Свободный денежный поток FESCO (операционный денежный поток за вычетом капвложений и процентных платежей) в 1П14, как и в том году, оказался в области отрицательных значений, составив -98 млн. долл. (рост в 5.4 раза к 1П13). Впрочем, это было лишь следствием отрицательного операционного денежного потока (-66 млн. долл.), к которому добавились расходы на CAPEX в сумме 32 млн. долл. (0.5x EBITDA), к тому же их объем вырос на треть к уровню прошлого года. Дефицит за 1П14 был покрыт, в основном, за счет накопленной на балансе ликвидности, объем которой снизился на 27.2% по сравнению с 4К13 (до 139 млн. долл.). Сокращение запаса ликвидности на балансе, а также существенное снижение EBITDA по итогам 1П14 стали основными причинами повышения уровня долговой нагрузки компании к концу 1П14. Подводя итог, отметим, что отчетность FESCO по итогам 1П14 хоть и совсем не внушает оптимизма, но, с другой стороны, не является каким-то сильным негативом для кредитных рейтингов компании. Напомним, что в апреле этого года, после публикации слабых результатов за 2013 г., S&P понизило рейтинг компании с BB- до B+, установив по рейтингу негативный прогноз, а Fitch снизило рейтинг с B+ до B со стабильным прогнозом. При отсутствии позитивных изменений в динамике финансовых результатов FESCO во 2П14, к чему, на наш взгляд, сейчас довольно мало предпосылок, мы не исключаем понижения на одну ступень рейтинга от S&P – рейтинг B+ для компании нам кажется завышенным в текущих условиях.

Единственный рублевый бонд FESCO (ДВМП БО-02) является малоликвидным, небольшие по объемам сделки проходят со спрэдом около 650 бп к ОФЗ, тогда как биды по бумаге транслируются в спрэд более 730 бп к ОФЗ. Евробонды FESHUR'18 и FESHUR'20 в рамках стартовавшей в середине прошлой недели волны коррекции теряют достаточно умеренно – чуть более 2-х фигур в цене. Текущие котировки бумаг сейчас составляют 72.5-73.5% от номинала, что свидетельствует о том, что евробонды FESCO окончательно освоились в статусе junk bonds, торгуясь близко к уровням доходности украинского Метинвеста (-/Caa2/CCC), притом, что, на наш взгляд, риски последнего, все же, несопоставимо выше.

### Ключевые финансовые показатели Группы FESCO по итогам 1П14

млн. долл.	1П14	1П13	%
Выручка	513	558	-8.0%
ЕБИТДА	68	99	-31.3%
Операционная прибыль	27	52	-48.1%
Чистый прибыль/(убыток)	(19)	14	-
Рентабельность по EBITDA	13.3%	17.8%	-4.5 пп
Операционная рентабельность	5.3%	9.3%	-4.1 пп
Чистая рентабельность	-	2.5%	-
Операц. ден.поток до изм. ОК	68	96	-29.2%
Чистый операцион. ден. поток*	(66)	6	-
CAPEX	32	24	33.3%
Свободный денежный поток	(98)	(18)	x5.4

млн. долл.	1П14	2013	%
Активы	2 069	2 098	-1.4%
в т.ч. денеж. средства	139	191	-27.2%
Долг	1 305	1 268	2.9%
доля краткосрочного долга	14.7%	13.4%	1.3 пп
Чистый долг	1 166	1 077	8.3%
Капитал	566	641	-11.7%
CAPEX/EBITDA	0.5x	0.2x	-
Долг/EBITDA LTM	8.4x	6.8x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	7.5x	5.8x	-
EBITDA/Процентные выплаты	1.2x	1.6x	-
Долг/Капитал	2.3x	2.0x	-

\* за вычетом процентных платежей

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

# Корпоративные события

Евгений Чердаков  
e.cherdakov@zenit.ru

Кирилл Сычев  
k.sychev@zenit.ru

## РусГидро (BB+/Ba1/BB+): нейтральный финансовый отчет за 1П14, евробонд компании предлагает широкую премию к выпуску ФСК

В конце прошлой недели РусГидро представила финансовую отчетность за 1П14. В отчете компания отразила минимальный рост выручки на фоне благоприятной динамики тарифов, а поддержку рентабельности оказал контроль операционных расходов. Кредитный профиль компании за квартал не претерпел существенных изменений. Вместе с тем умеренный рост долговой нагрузки до конца года представляется реалистичным сценарием на фоне ожидаемой активизации капвложений компании.

Рост выручки РусГидро в 1П14 составил порядка 4% г/г и был обусловлен благоприятной динамикой тарифов как регулируемого, так нерегулируемого сегментов. Вместе с тем натуральные показатели выработки компании снизились в 1П14 на 6.3% г/г преимущественно за счет низкого уровня воды в водохранилищах Волжско-Камского каскада и снижением выработки на мощностях РАО ЕЭС Востока. В части операционных расходов компании удалось компенсировать около трети роста расходов на оплату труда и передачу эл./энергии за счет снижения расходов на покупку эл./энергии и мощности, а также уменьшения сумм налога на имущество в результате чего стал минимальный рост рентабельности на уровне EBITDA.

Компания завершила полугодие в области отрицательного свободного денежного потока, который был обусловлен пополнением оборотного капитала (увеличение авансов и предоплат) и умеренным ростом капвложений (+19% г/г). Дефицит свободного денежного потока компания восполнила за счет привлечения нового долга (+8% г/г). В результате отношение Долг/EBITDA компании увеличилось до отметки 2х, и мы не исключаем его дальнейшего роста до конца года, принимая во внимание необходимость активизации капвложений. В 1П14 компания выполнила не более 40% пересмотренного инвестиционного бюджета, при этом активизация инвестиций до конца года, по нашим оценкам, может обусловить потребность в дополнительных заимствованиях в объеме более 10 млрд руб. Однако это вряд ли может представлять угрозу текущим кредитным метрикам РусГидро.

Спред рублевого евробонда HYDRRM-15 к кривой ОФЗ составляет порядка 250 бп, что, как минимум, на полфигуры выше спреда более длинного рублевого евробонда ФСК FEESRM-19. Спреды рублевых облигаций РусГидро к ОФЗ вдоль всей кривой не превышают 100 бп.

## Ключевые финансовые показатели РусГидро по МСФО за 1П14 г.

млн. руб.	1П14	1П13	%
Выручка	170 916	163 701	+4.4%
ЕБИТДА*	41 382	39 080	+5.9%
Операционная прибыль	27 356	20 808	+31.5%
Чистая прибыль	21 336	10 818	+97.2%
Рентабельность по EBITDA	24.2%	23.9%	+0.3пп
Операционная рентабельность	16.0%	12.7%	+3.3пп
Чистая рентабельность	12.5%	6.6%	+5.9пп
Операц. денеж. поток до изм. в ОК	41 792	39 363	+6.2%
Чистый операцион. денеж. поток	22 500	31 835	-29.3%
CAPEX	28 140	23 721	+18.6%
Свободный денежный поток**	(11 983)	1 561	-

млн. руб.	1П14	2013	%
Активы	883 414	852 046	+3.7%
в т.ч. денежные средства	42 538	34 472	+23.4%
Долг	164 479	151 777	+8.4%
доля краткосрочного долга	17.3%	13.1%	+4.2пп
Чистый долг	121 941	117 305	+4.0%
Капитал	613 121	596 707	+2.8%
CAPEX/EBITDA	0.7x	0.8x	-
Долг/EBITDA LTM	2.0x	1.9x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	1.5x	1.5x	-
ЕБИТДА/Процентные платежи	6.5x	5.8x	-
Долг/Капитал	0.3x	0.3x	-

\* показатель скорректирован на неденежные статьи

\*\* за вычетом процентов уплаченных

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Корпоративные события

Марина Никишова  
m.nikishova@zenit.ruКирилл Сычев  
k.sychev@zenit.ru

## ХКФ Банк (-/Ва3/ВВ): слабые финансовые данные за 1П14, бумаги смотрятся малоинтересно

Снижение качества активов в целом в банковском секторе, а также сложные геополитические и экономические условия в России нашли свое отражение в финансовых результатах Банка по итогам 1П14г.

Активы Банка за 1П14г. сократились более чем на 7% в основном за счет сокращения кредитного портфеля (-12.8%), что связано, как с возросшими объемом резервов, так и с замедлением роста из-за реализации более взвешенной политики банка по управлению ростом бизнеса: применение более строгих процедур риск-менеджмента и осуществление более жесткого подхода по управлению издержками. Однако, несмотря на то, что банк уделяет повышенное внимание качеству кредитов, NPL (как и в целом по российским розничным банкам) в 1П14г. выросла до 16.1%, что обусловлено «вызреванием» старого портфеля после бурного роста в предыдущие годы. В 1П14г. ХКФБ стал одним из немногих игроков на рынке, который не увеличивал свой кредитный портфель, что дополнительно способствовало также к абсолютному росту доли NPL. Однако, наблюдается улучшение уровня риска кредитов выданных после 1П13г.: кредиты, выданные по новым стандартам андеррайтинга, составляют уже почти половину кредитного портфеля. Стоит отметить, что банк придерживается умеренно-консервативного подхода к формированию резервов – коэффициент покрытия просроченной задолженности составляет около 107%. При этом, в связи с плохим качеством кредитов, выданных до 1П13г., Банку потребовалось вновь увеличивать объем созданных резервов (+24,4% за 1П14г), что совместно со снижением процентных доходов ввиду уменьшения объема кредитного портфеля, привело к отрицательному финансовому результату по итогам 1П14г. Однако, снижение чистой прибыли в 1П14г. в целом было предсказуемо, так как ХКФБ первым среди конкурентов (еще в конце 2013г.) приступил к изменению бизнес-модели: значительное снижение ставок по всем кредитам, уменьшение доли дорогих экспресс-кредитов, что уже стало оказывать значительное давление на прибыльность и показатели рентабельности Банка. Среди позитивных моментов стоит отметить высокий уровень капитализации (CAR – 23,7%; Tier 1 ratio – 16.1%) и чистой процентной маржи (18.4%). Зависимость от оптового фондирования находится на комфортном уровне (11.9%), что соответствует одному из минимальных показателей в секторе.

Опубликованные данные, на наш взгляд, вряд ли могут стать триггером к серьезным изменениям в ценах бумаг ХКФ Банка. На рублевом рынке ХКФ Банк представлен 4 выпусками, которые, на наш взгляд, на фоне снижения рынка не предлагают особых идей для инвесторов. На рынке евробондов обращаются 2 суборда, которые также смотрятся малоинтересно и уже на протяжении последних 6 месяцев находятся в аутсайдерах рынка.

## ХКФ Банк: финансовые показатели по МСФО 1П14

млн. руб.	1П14	1П13
Процентные доходы	40 729	43 042
Чист. % доходы	27 115	29 695
Чистый комиссионный доход	8 993	14 142
Операционные доходы	36 486	44 700
Создание резервов	27 339	21 975
SG&A	13 912	13 022
<b>Чистая прибыль</b>	<b>-4 018</b>	<b>7 540</b>
млн. руб.	1П14	2013
Касса, остатки в ЦБ, корр-счета и размещ. депозиты	56 261	50 530
Кредитный портфель	249 453	285 913
Вложения в ценные бумаги	9 003	5 711
<b>ВСЕГО АКТИВЫ</b>	<b>332 500</b>	<b>358 934</b>
КАПИТАЛ	49 396	55 196
Средства других банков	23 920	14 057
Средства клиентов	213 858	221 381
Субординированный долг	23 947	23 318
Выпущенные ценные бумаги	15 567	39 284
<b>ИТОГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	<b>283 104</b>	<b>303 738</b>
млн. руб.	1П14	2013
NPL 90+ / Кредитный портфель	16,1%	11,7%
Достаточность капитала 1-го уровня	16,1%	16,6%
Достаточность капитала	23,7%	23,5%
Резервы / NPL (90+)	107,1%	118,6%
Опт. фондирование/ Активы	11,9%	14,9%
Чистая % маржа	18,4%	19,7%
ROaE	-15,4%	20,9%
Cost-to-income	38,1%	31,2%

Источник: данные Банка, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Корпоративные события

Евгений Чердаков  
e.cherdakov@zenit.ru Кирилл Сычев  
k.sychev@zenit.ru

## НМТП (ВВ-/ВаЗ/-): позитивный финансовый отчет по итогам 1П14, бумаги предлагают интересную доходность, но малоликвидны

В конце прошлой недели НМТП, крупнейший российский стивидор, опубликовал финансовую отчетность по итогам 1П14. Мы оцениваем раскрытые показатели как позитивные. Несмотря на снижение общего грузооборота, в 1П14 компания смогла нарастить выручку на 9.3% г/г (до 511 млн. долл.), тогда как показатель EBITDA рос еще более быстрыми темпами (на 21.1% г/г) и достиг 305 млн. долл. В результате, рентабельность НМТП по EBITDA выросла до 59.6% (+5.9 пп г/г). Долговая нагрузка компании, в то же время, снизилась к концу 1П14 до 2.8x в терминах чистый долг / EBITDA LTM, чему способствовали сокращение долга (на 9.2% к началу года) на фоне увеличения EBITDA в 1П14.

Напомним, что ранее НМТП отчитался об итогах операционной деятельности за 1П14, которые можно оценить нейтрально. Так, общий грузооборот порта все еще продолжал снижаться, вместе с тем, его темпы замедлились относительно 1К14. Общий грузооборот в 1П14 составил 68.7 млн. тонн (-4.7% г/г), основной причиной снижения по-прежнему было сокращение перевалки наливных грузов, в частности сырой нефти (на 16.8% г/г, до 39.8 млн. тонн), которое лишь в какой-то мере может быть компенсировано ростом объемов перевалки нефтепродуктов (на 14.5% г/г – до 14.7 млн. тонн). Хорошую динамику по-прежнему демонстрировали навалочные грузы, объем перевалки которых вырос на 62.7% г/г (до 4.9 млн. тонн). В составе этого сегмента основные точки роста это по-прежнему увеличение объемов перевалки зерна (рост более чем в 5 раз г/г, до 2.5 млн. тонн) на фоне низкой базы прошлого года, а также объемов перевалки сахара (рост почти в 1.5 раз г/г, до 0.7 млн. тонн). В сегменте генеральных грузов рост грузооборота в 1П14 составил 8% г/г (до 6 млн. тонн), главным образом за счет увеличения перевалки черных металлов (на 9.4% г/г, до 4.9 млн. тонн). Объем контейнерных перевозок НМТП вырос на 10% г/г (до 353.3 тыс. TEU). Отметим, что во 2К14 общий грузооборот компании вырос на 4.5% кв/кв, а результаты отдельных сегментов оказались чуть лучше показателей 1К14. Таким образом, улучшение динамики (снижение темпов падения) общего грузооборота НМТП по итогам 1П14 в целом скорее можно связать с включением в сопоставимые расчеты низкой базы 2К13, в котором наблюдалось снижение объемов грузооборота по всем сегментам, а особенно сильная просадка была в сегменте навалочных грузов (падение более чем в 2 раза г/г) из-за действовавших на тот момент ограничений на экспорт зерна.

Рост выручки обеспечил и рост операционных поступлений более чем в 1.5 раза к уровню прошлого года – до 197 млн. долл. В то же время, объем капложений по итогам 1П14 составил около 40 млн. долл. (или лишь 0.1x от EBITDA), что на 12.4% ниже уровня прошлого года. В результате, свободный денежный поток НМТП почти удвоился по сравнению с 1П13 и достиг 158 млн. долл. Свободный денежный поток НМТП за 1П14 был использован компанией для погашения долга, как и небольшая часть накопленной на балансе ликвидности (объем денежных средств к концу 1П14 снизился на 3.7% к началу года, до 406 млн. долл.). Задолженность НМТП на конец 1П14 составила 1 985 млн. долл., что на 9.2% меньше, чем в начале года. Снижение долга и рост EBITDA в 1П14 привели к снижению долговой нагрузки НМТП до 2.8x в терминах чистый долг / EBITDA LTM, тогда как на начало года показатель составлял 3.5x. Вместе с тем, основной, отчасти неожиданный, негатив в части долга можно отнести к изменениям в структуре долга: так, к концу 1П13 практически весь долг НМТП (99.2%) был реклассифицирован как краткосрочный, несмотря на то, что компания еще в конце 2013 г. договорилась с ключевым кредитором (Сбербанком) о реструктуризации долгосрочного кредита на 1.95 млрд. долл., который должен быть погашен в начале 2018 г. Насколько мы понимаем, реклассификация долга перед Сбербанком связана со снижением курсовой стоимости акций НМТП, пакет которых, вероятно, находится в залоге у Сбербанка. В настоящее время, стороны ведут переговоры относительно изменений в ковенанты по кредиту. На наш взгляд, стороны достигнут соглашения в обозримом будущем, поскольку это в интересах и НМТП, и Сбербанка.

С точки зрения проекции на кредитных рейтинги НМТП, отчетность компании за 1П14 позитивна (при условии, что компания вновь договориться со Сбербанком, в чем мы почти не сомневаемся) но, на наш взгляд, перспектива их повышения находится в куда большей зависимости от грядущего раздела компании, который

## Ключевые финансовые показатели НМТП по итогам 1П14

млн. долл.	1П14	1П13	%г
Выручка	511	468	9.3%
в т.ч. стивидорные услуги	78.7%	77.6%	1.1 пп
EBITDA	305	252	21.1%
Операционная прибыль	263	209	25.7%
Чистая прибыль	138	14	x9.9
Рентабельность по EBITDA	59.6%	53.8%	5.9 пп
Операционная рентабельность	51.4%	44.7%	6.7 пп
Чистая рентабельность	27.0%	3.0%	24.0 пп
Операц. денеж. поток до изм. в ОК	303	253	20.0%
Чистый операционный ден. поток	197	126	56.5%
CAPEX*	40	45	-12.4%
Свободный денежный поток	158	81	95.0%

млн. долл.	1П14	2013	%г
Активы	3 552	3 658	-2.9%
в т.ч. денеж. ср-ва и депозиты	406	422	-3.7%
Долг**	1 985	2 186	-9.2%
доля краткосрочного долга	99.2%	18.2%	81.0 пп
Чистый долг**	1 578	1 764	-10.5%
Капитал	1 220	1 119	9.0%
CAPEX/EBITDA	0.1x	0.2x	-
Долг/EBITDA LTM	3.5x	4.3x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	2.8x	3.5x	-
EBITDA/Процентные платежи	5.2x	4.1x	-
Долг/Капитал	1.6x	2.0x	-

\* включая лизинговые платежи

\*\* включая обязательства по финансовому лизингу

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Динамика операционных результатов НМТП в 1П14

млн. тонн	1П14	1П13	%г
<b>ГРУЗОБОРОТ, ВСЕГО</b>	<b>68.7</b>	<b>72.1</b>	<b>-4.7%</b>
<b>Наливные грузы, всего</b>	<b>54.9</b>	<b>61.0</b>	<b>-10.0%</b>
Сырая нефть	39.8	47.8	-16.8%
Нефтепродукты	14.7	12.8	14.5%
Прочее	0.5	0.4	28.8%
<b>Навалочные грузы, всего</b>	<b>4.9</b>	<b>3.0</b>	<b>62.7%</b>
Зерно	2.5	0.5	x5.3
Руда и ЖРС	0.9	1.0	-11.4%
Минеральные удобрения	0.3	0.4	-24.3%
Сахар	0.7	0.5	45.3%
Уголь	0.5	0.5	-4.3%
Прочее	0.0	0.2	-86.1%
<b>Генеральные грузы, всего</b>	<b>6.0</b>	<b>5.6</b>	<b>8.0%</b>
Черные металлы и чугун	4.9	4.5	9.4%
Цветные металлы	0.5	0.5	-5.0%
Прочее	0.6	0.5	9.1%
<b>Контейнеры, тыс. TEU</b>	<b>353.3</b>	<b>321.3</b>	<b>10.0%</b>

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

существенно перекроит ее операционный профиль. Напомним, что ключевые акционеры НМТП (Группа «Сумма» и Транснефть) конфликтуют еще с начала 2013 г., основная предпосылка – разное видение перспектив дальнейшего развития бизнеса 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 – 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: НМТП 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.

Для единственного обращающегося облигационного выпуска компании НМТП БО-02 характерна крайне невысокая ликвидность, текущие уровни бидов в бумаге транслируются в спрэд 560-570 бп к ОФЗ, что дает премию около 400 бп к выпускам НПК (Globaltrans) с такой же небольшой дюрацией. На наш взгляд, предлагаемая премия выглядит слишком широко и обусловлена, все же, низкой ликвидностью бумаг НМТП.

## Корпоративные события

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

**ТКС Банк (B2-/B+): позитивный финансовый отчет за 2K14 г., учитывая результаты других розничных банков, суборды Банка выглядели лучше рынка**

В конце прошлой недели ТКС Банк предоставил финансовые данные по МСФО за 2K14, которые, на наш взгляд, смотрятся позитивно по крайней мере на фоне других розничных банков. Было вполне ожидаемо, что во 2K14 ТКС Банк, как и все розничные игроки, будет подвержен общерыночной тенденции розничного бизнеса по ухудшению качества активов. Доля проблемных активов в кредитном портфеле ТКС Банка выросла до 12.4% (+3.5 п.п кв/кв), при этом сам портфель стагнировал (-0.5 п.п кв/кв). Очевидно, что менеджмента ТКС Банка внес корректировки в стратегию банка, сменив бурные темпы роста активов при либеральном подходе к оценке рисков на более сдержанную динамику роста с концентрацией большего внимания на их качественные характеристики. Это подтверждает сокращение доли одобренных заявок до 15%, а также довольно консервативный подход к покрытию резервами проблемной задолженности (коэффициент покрытия держится в районе 1.5x). Несмотря на ухудшение качества активов во 2K14 ТКС банку удалось снизить показатель стоимости риска до 18.7% (-1.8 п.п. кв/кв). Cost of risk с солидным запасом перекрывался показателем чистой процентной маржи, который по итогам 2K14 вырос 34.6% (+1.8% п.п. кв/кв), тем самым банку удалось избежать негативного эффекта от повышения процентных ставок. В итоге повышение процентных доходов при заметном снижении административных расходов, а именно расходов на привлечение новых клиентов (в результате Cost-to-income снизился до 0.28) обеспечили банку почти трехкратный рост чистой прибыли по сравнению с 1K14. Прирост чистой прибыли нашел свое позитивное отражение на показателях рентабельности и достаточности капитала, так показатели выросли до 24.1% (+17.1 п.п. кв/кв) и до 19.5% (+1.2 п.п. кв/кв) соответственно. В структуре источников фондирования опережающими темпами снижалась доля оптового фондирования (-21.3% кв/кв), что произошло за счет погашения части размещенных облигаций (-40.1% кв/кв), при этом обязательства перед другими банками выросли на 30.8% кв/кв. Отток средств клиентов был не столь существенным, составив -2.5% кв/кв.

Опубликованная отчетность в целом выглядела заметно лучше других розничных банков, возможно в связи с этим на фоне распродаж в субордах ТКС наблюдалось сужение спреда к UST. Так по TCS'18 текущий спред составляет 1150 бп. к UST, предполагая дисконт к суборду HCF'20 в размере 110 бп. На рублевом рынке ТКС Банк имеет 3 выпуска с дюрацией до года, которые в целом не предлагают особых идей, торгуясь с дисконтом или на уровне более крупных розничных банков.

## Ключевые финансовые показатели НМТП по итогам 1П14

млн. долл.	1П14	1П13	%%
Выручка	511	468	9.3%
в т.ч. стивидорные услуги	78.7%	77.6%	1.1 пп
ЕВТДА	305	252	21.1%
Операционная прибыль	263	209	25.7%
Чистая прибыль	138	14	x9.9
Рентабельность по EBITDA	59.6%	53.8%	5.9 пп
Операционная рентабельность	51.4%	44.7%	6.7 пп
Чистая рентабельность	27.0%	3.0%	24.0 пп
Операц. денеж. поток до изм. в ОК	303	253	20.0%
Чистый операционный ден. поток	197	126	56.5%
САРЕХ*	40	45	-12.4%
Свободный денежный поток	158	81	95.0%

млн. долл.	1П14	2013	%%
Активы	3 552	3 658	-2.9%
в т.ч. денеж. ср-ва и депозиты	406	422	-3.7%
Долг**	1 985	2 186	-9.2%
доля краткосрочного долга	99.2%	18.2%	81.0 пп
Чистый долг**	1 578	1 764	-10.5%
Капитал	1 220	1 119	9.0%
САРЕХ/ЕВТДА	0.1x	0.2x	-
Долг/ЕВТДА LTM	3.5x	4.3x	-
Чистый долг/ЕВТДА LTM	2.8x	3.5x	-
ЕВТДА/Процентные платежи	5.2x	4.1x	-
Долг/Капитал	1.6x	2.0x	-

\* включая лизинговые платежи

\*\* включая обязательства по финансовому лизингу

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Динамика операционных результатов НМТП в 1П14

млн. тонн	1П14	1П13	%%
<b>ГРУЗОБОРОТ, ВСЕГО</b>	<b>68.7</b>	<b>72.1</b>	<b>-4.7%</b>
<b>Наливные грузы, всего</b>	<b>54.9</b>	<b>61.0</b>	<b>-10.0%</b>
Сырая нефть	39.8	47.8	-16.8%
Нефтепродукты	14.7	12.8	14.5%
Прочее	0.5	0.4	28.8%
<b>Навалочные грузы, всего</b>	<b>4.9</b>	<b>3.0</b>	<b>62.7%</b>
Зерно	2.5	0.5	x5.3
Руда и ЖРС	0.9	1.0	-11.4%
Минеральные удобрения	0.3	0.4	-24.3%
Сахар	0.7	0.5	45.3%
Уголь	0.5	0.5	-4.3%
Прочее	0.0	0.2	-86.1%
<b>Генеральные грузы, всего</b>	<b>6.0</b>	<b>5.6</b>	<b>8.0%</b>
Черные металлы и чугун	4.9	4.5	9.4%
Цветные металлы	0.5	0.5	-5.0%
Прочее	0.6	0.5	9.1%
<b>Контейнеры, тыс. TEU</b>	<b>353.3</b>	<b>321.3</b>	<b>10.0%</b>

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Первичный рынок

## Первичный рынок: корпоративные выпуски

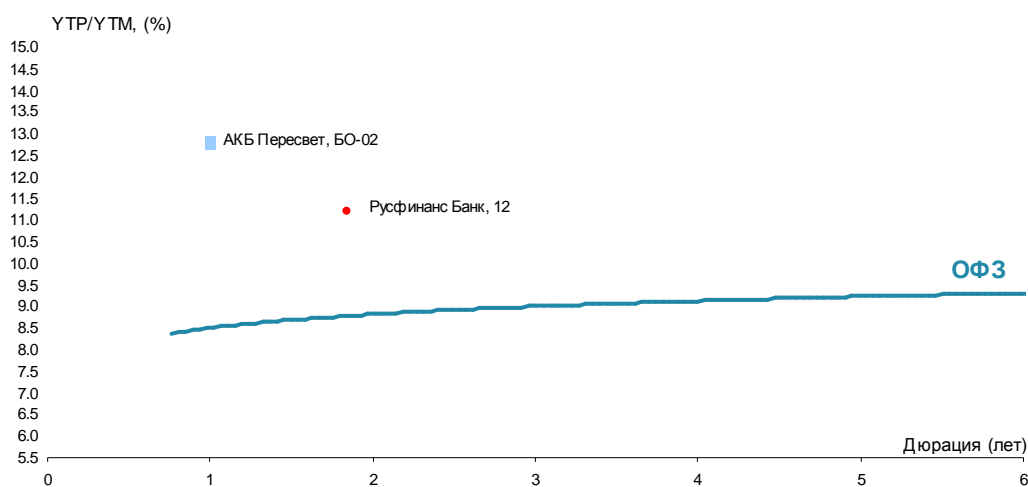
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Русфинанс Банк, 12	BBB- / Ba1 / BBB	да	3 000	11.18	н/д	28.08.2014	нет / 1.85 г	2 г / 5 лет
АКБ Пересвет, БО-02	B+ / B3 / -	да	2 000	12.77-12.88	28.08.2014	29.08.2014	нет / 1 г	1 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
Хорус Финанс, БО-02	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	13.42	21.08.2014	нет / 3.82 г
Юникредит Банк, БО-22	BBB- / - / BBB	да	10 000	н/д / 100%	10.57-10.78	10.57	12.08.2014	нет / 1 г
Внешпромбанк, БО-03 (допвыпуск)	B+ / B2 / -	да	2 000	н/д / 100%	12.60	12.60	31.07.2014	нет / 0.88 г
ВТБ Лизинг Финанс, БО-04	BBB- / - / -	да	8 000	н/д / 100%	н/д	10.22	30.07.2014	да / 0.73 г
Открытие Холдинг, БО-03	NR	нет	5 000	н/д / 100%	12.89-13.42	12.89	30.07.2014	нет / 2.58 г
Трансфин-М, БО-30	NR	нет	2 500	0.8 / 80.1%	10.25-10.51	10.25	18.07.2014	нет / 2.66 г
Банк ФК Открытие, БО-05 (допразм.)	BB- / Ba3 / -	да	5 000	н/д / 100%	10.67-10.79	10.79	16.07.2014	нет / 1 г
Стройжилинвест, 01	NR	нет	3 000	н/д / 100%	н/д	9.20	16.07.2014	нет / 1 г
МКБ, БО-11	BB- / B1 / BB	да	5 000	н/д / 100%	10.99-11.41	11.20	10.07.2014	нет / 1.42 г
МКБ, БО-10	BB- / B1 / BB	да	5 000	н/д / 100%	10.78-11.20	10.78	10.07.2014	нет / 1 г
ВТБ, БО-26	BBB- / Baa2 / -	да	10 000	н/д / 100%	10.00-10.22	9.90	01.07.2014	нет / 1.84 г
Ашинский метзавод, БО-01	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	9.99	30.06.2014	нет / 6.59 г
Трансфин-М, БО-29	NR	нет	2 500	н/д / 100%	н/д	10.78	30.06.2014	нет / 4 г
Альфа-Банк, БО-11	BB+/Ba1/BBB-	да	5 000	н/д / 100%	10.78-11.04	10.51	30.06.2014	нет / 2.65 г
Банк ЗЕНИТ, БО-14	- / Ba3 / BB-	да	6 000	0.3 / 29.2%	н/д	8.68	27.06.2014	нет / 2.7 г
Оборонпром, 03	NR	да	2 927	н/д / 100%	н/д	11.83	27.06.2014	нет / 6.18 г
Балтийский лизинг, 01	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	12.35	27.06.2014	нет / 2.56 г
Балтийский лизинг, 02	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	12.35	27.06.2014	нет / 2.56 г
Газпромбанк, БО-09	BBB- / Baa3 / BBB-	да	10 000	н/д / 100%	9.83-10.04	9.83	27.06.2014	нет / 1.43 г
Банк ЗЕНИТ, БО-13	- / Ba3 / BB-	да	5 000	1.3 / 100%	10.78-11.04	10.78	26.06.2014	нет / 1 г
Абсолют Банк, БО-01 (вторичное)	- / B1 / B+	да	до 5 000	1.0 / 100%	не более 11.04	11.04	25.06.2014	нет / 1.42 г
Фольксваген Банк РУС, 07	BBB- / - / -	да	5 000	7.0 / 100%	10.20-10.46	9.57	25.06.2014	нет / 1.87 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>

<b>Начальник Департамента</b>	Кирилл Копелович	<a href="mailto:kopelovich@zenit.ru">kopelovich@zenit.ru</a>
<b>Зам.начальника Департамента</b>	Константин Поспелов	<a href="mailto:konstantin.pospelov@zenit.ru">konstantin.pospelov@zenit.ru</a>
<b>Зам.начальника Департамента</b>	Виталий Киселев	<a href="mailto:v.kiselev@zenit.ru">v.kiselev@zenit.ru</a>

## Управление продаж

Валютные и рублевые облигации	Юлия Шабанова	<a href="mailto:j.shabanova@zenit.ru">j.shabanova@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Максим Симагин	<a href="mailto:m.simagin@zenit.ru">m.simagin@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Александр Валканов	<a href="mailto:a.valkanov@zenit.ru">a.valkanov@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Юлия Паршина	<a href="mailto:y.parshina@zenit.ru">y.parshina@zenit.ru</a>

## Аналитическое управление

Акции		<a href="mailto:research@zenit.ru">research@zenit.ru</a>
Облигации		<a href="mailto:firesearch@zenit.ru">firesearch@zenit.ru</a>
Макроэкономика	Владимир Евстифеев	<a href="mailto:v.evstifeev@zenit.ru">v.evstifeev@zenit.ru</a>
Макроэкономика/кредитный анализ	Кирилл Сычев	<a href="mailto:k.sychev@zenit.ru">k.sychev@zenit.ru</a>
Кредитный анализ	Евгений Чердаков	<a href="mailto:e.cherdakov@zenit.ru">e.cherdakov@zenit.ru</a>
Кредитный анализ	Дмитрий Чепрагин	<a href="mailto:d.chepragin@zenit.ru">d.chepragin@zenit.ru</a>
Акции	Евгения Лобачева	<a href="mailto:eugenia.lobacheva@zenit.ru">eugenia.lobacheva@zenit.ru</a>

## Управление рынков долгового капитала

Рублевые облигации		<a href="mailto:ibcm@zenit.ru">ibcm@zenit.ru</a>
	Денис Ручкин	<a href="mailto:d.ruchkin@zenit.ru">d.ruchkin@zenit.ru</a>
	Фарида Ахметова	<a href="mailto:f.akhmetova@zenit.ru">f.akhmetova@zenit.ru</a>
	Марина Никишова	<a href="mailto:m.nikishova@zenit.ru">m.nikishova@zenit.ru</a>
	Вера Панова	<a href="mailto:vera.panova@zenit.ru">vera.panova@zenit.ru</a>
	Алексей Басов	<a href="mailto:a.basov@zenit.ru">a.basov@zenit.ru</a>
	Екатерина Гашигуллина	<a href="mailto:e.gashigullina@zenit.ru">e.gashigullina@zenit.ru</a>

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.

