

Группа НМТП

Своевременная консолидация

- Данным обзором мы начинаем покрытие крупнейшей российской стивидорной компании «НМТП». Основной бизнес НМТП концентрируется в крупнейшем порту России и крупнейшем порту Черноморского региона – Новороссийске.
- По итогам 2007 г. предприятия Группы переработали 79.3 млн т грузов, что составляет немногим менее 18 % всего грузооборота российских портов. Консолидированная выручка предприятий НМТП по итогам 2007 г. составила \$ 483 млн, на 74 % превысив итоги работы 2006 г.
- НМТП реализует широкомасштабную программу инвестиций, направленную на расширение портовых мощностей. Общая стоимость реализуемых проектов 2006-2010 гг. оценивается в \$ 697 млн. С учетом уже введенных в строй объектов мы оцениваем капитальные затраты на выполнение оставшейся части программы в \$ 450 млн, большая часть из которых будет вложена в 2008-2009 гг.
- Благодаря инвестициям к 2010-2012 г. мощности НМТП по перевалке грузов вырастут до 112 млн т. Значительная часть мощностей будет ориентирована на обработку высокомаржинальных грузов – нефтехимия, контейнеры, зерно и т. д. По нашей оценке, доля данных грузов в совокупном грузообороте в 2012 г. составит 37 % против 25 % в 2007 г., что позволит компании увеличить рентабельность.
- Крупным проектом НМТП является создание бункеровочного терминала мощностью 648 тыс. т. С помощью данного терминала Группа рассчитывает занять доминирующее положение на рынке продаж бункеровочного топлива в Черноморском регионе. По нашим оценкам, развитие нового направления в 2012 г. будет формировать около 19 % выручки.
- Наша модель предусматривает рост выручки компании до \$ 1.2 млрд к 2013 г. Среднегодовые темпы роста в период с 2008-2012 гг. соответствуют 16.6 %. Среднегодовой темп роста EBITDA в данный период составляет 21 %. При этом в результате реализации большей части капитальных программ к 2008-2009 гг. значительно снизится инвестиционная нагрузка Группы, что увеличит чистый поток денежных средств.
- На основании нашей модели мы оцениваем справедливую стоимость одной акции НМТП на уровне \$ 0.187, или \$ 18.7 за 1 GDR. Наша оценка оказалась на 18 % выше котировок GDR НМТП и соответствует рекомендации по бумагам компании «покупать».

Акции

Транспорт

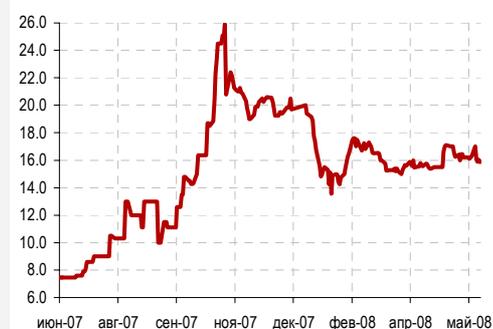
Лямин Михаил

Lyamin_my@mmbank.ru

Основные данные

Код LSE	NCSP
Цена GDR \$	15.9
Капитализация млн. \$	3 091
EV млн. \$	3 563
Целевая цена \$	18.7
Потенциал %	18%
Рекомендация	Покупать

Динамика акций



Финансы и прогнозы

в млн. \$	2007	2008П	2009П
Выручка	483	741	923
ЕБИТДА	204	335	440
Прибыль	94	172	247
EV/ЕБИТДА	17.44	10.65	8.09
EV/S	7.37	4.81	3.86
P/E	32.99	18.02	12.49
Рентабельность			
По EBITDA	42.3%	45.2%	47.7%
Чистая	19.4%	23.2%	26.8%

Акционеры

	Доля%
Kadina Limited	50.1%
ФАУФИ	20.0%
Прочие	9.9%
Free float	20.0%

Российское портовое хозяйство

После распада СССР около половины крупнейших транспортных узлов Союза оказались за границами России. Большинство оставшихся в России портов были не способны обрабатывать российские грузы, поскольку либо они находились в зоне некруглогодичного доступа, либо подходящие пути не позволяли принимать суда с большим дедвейтом. В результате первые годы новой экономики большая часть российских грузов, перевозимых морем, обрабатывалась портами Литвы, Эстонии, Латвии, Украины. Там же стали обрабатываться иностранные транзитные грузы, доходы от обработки которых ранее составляли значительную часть бюджета Советского Союза.

Сдерживающими факторами роста грузооборота морского транспорта являются как неудовлетворяющее современным условиям техническое состояние российских портов, так и отсутствие правового поля, обеспечивающего деятельность портового хозяйства. Новый этап развития российского портового хозяйства наступил в 2000 г. В силу роста российской экономики и, соответственно, увеличения внешнего товарооборота, мощности российских портов стали не в состоянии обрабатывать растущие объемы грузов. Данная проблема побудила российское Правительство ускорить работу по созданию нормативных документов, направленных на развитие портового хозяйства. основополагающим документом, определяющим национальную политику страны в области морского транспорта, является Морская доктрина Российской Федерации на период до 2020 года, утвержденная Президентом Российской Федерации в июле 2001 г. Практические задачи развития морского транспорта решаются в рамках подпрограммы «Морской транспорт» федеральной целевой программы «Модернизация транспортной системы России (2002-2010 годы)». Тем не менее, главный документ – Федеральный закон о морских портах, регламентирующий взаимоотношения участников портовой деятельности, – был принят лишь спустя шесть лет, в ноябре прошлого года.

Предпринятые Правительством меры позволяют ожидать ускорения развития портов. Государство, наряду с частными портовыми операторами, принимает непосредственное участие в повышении технологичности и увеличении производственных мощностей. В период реализации инвестиционных проектов пропускная способность перегрузочных комплексов в морских портах России увеличилась в 1.7 раза, достигнув в 2007 г. 451 млн т, что превышает максимальный грузооборот всех портов Советского Союза. Всего за период с 2006 по 2007 год на развитие портового хозяйства из федерального бюджета было выделено свыше 15.7 млрд руб.

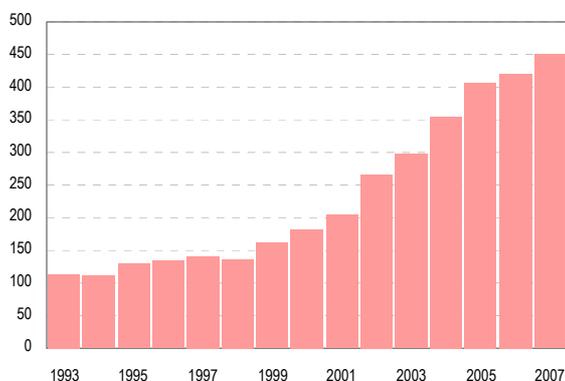
Вместе с ростом пропускной способности важным моментом развития транспортной системы России стало снижение доли перевалки российских грузов иностранными портами, по итогам 2007 г. составившее 20.6 %. Тем не менее, снижение доли перевалки происходит на фоне достаточно высокого прироста оборота российского груза, за которым российские порты пока не успевают, что, по сути, свидетельствует о потенциале дальнейшего наращивания мощностей. Кроме того, отсутствие специализированных терминалов в российских портах приводит к доминирующему положению иностранных портов в перевалке отдельных видов продукции. Так, около 44 % российского угля и более 42 % российских минеральных удобрений переваливаются за рубежом.

Решение данных проблем наряду с развитием перевалочных мощностей является долгосрочной стратегией государства, осуществляющего масштабные инвестиции в увеличение пропускной способности транспортных подъездов к портам. Сейчас рассматривается новая федеральная целевая программа по совершенствованию транспортной системы РФ на период 2010-2015 гг., которая призвана определить дальнейшую инвестиционную политику государства. Важным этапом развития отрасли в перспективе должно стать создание особых экономических зон на базе крупнейших российских портов, что повысит конкурентоспособность последних. Предполагается, что в рамках ОЭЗ портам будут предоставлены льготы по ряду налогов (НДС, ЕСН, налог на прибыль и земельный налог); помимо налоговых послаблений в портах планируется ввести льготный таможенный режим.

Итоги работы российских портов в 2007 г. и прогнозы

По итогам 2007 г. объем перевалки грузов в морских портах России вырос на 7.2 %, составив 451.1 млн т. Перевалка сухих грузов в прошлом году достигла 186.6 млн т, что на 6.9 % выше итогов 2006 г., наливных грузов обработано 264.4 млн т (+7.4 %). Из общего объема на долю экспортных грузов приходится 78.7 %, среди которых наиболее динамично растет оборот зерна (35.8 %), угля (14.1 %) и контейнеров (11 %). Импорт грузов в Россию через российские порты вырос на 24.8 %. Здесь наиболее динамично развивается оборот контейнеров (+22 %).

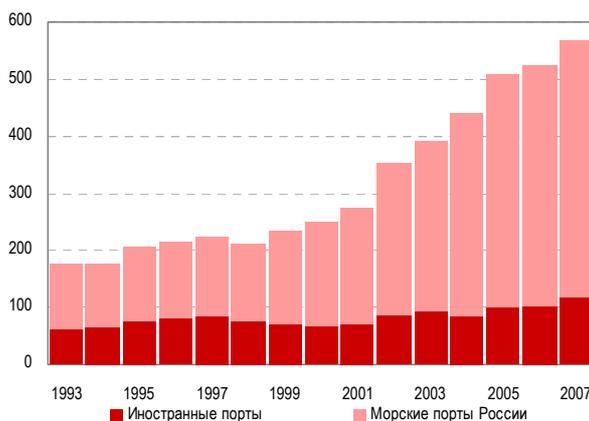
Грузооборот российских портов (млн т)



Источник: АМГР

Тем не менее, даже несмотря на достаточно позитивные показатели прошлого года, российские порты пока не способны полностью удовлетворить потребности страны в перевалке грузов. По итогам прошлого года рост оборота российских грузов через иностранные порты составил 12.5 %.

Структура обработки российских грузов в 2007 г. (млн т)



Источник: АМГР

В 2008 г. темпы роста грузооборота российских портов сохранятся, что во многом будет обеспечиваться ростом портовых мощностей. По оценкам профильных ведомств в текущем году в российских морских портах будет перевалено 480 млн грузов, что на 6.4 % выше итогов 2007 г. К 2010 г. грузооборот достигнет 580 млн т, а к 2015 г. – 700 млн т. Таким образом, среднегодовой темп роста грузооборота российских портов составит 8.7 % в период 2008-2010 гг. и около 4 % в 2011-2015 г.

Отдельно стоит отметить контейнерные грузоперевозки, темпы роста которых в ближайшие годы будут опережать рост рынка в целом. Последние годы перевалка контейнеров в российских портах ежегодно растет на 20-30 %, что во многом объясняется увеличением импорта сухих грузов, в структуре которого на контейнерные перевозки приходится около 40 %. В среднесрочной перспективе резкое увеличение импорта можно ожидать в 2009-2010 гг., когда на проектную мощность выйдет большинство автосборочных предприятий, производство которых обеспечивается ввозимыми машинокомплектами.

Другим источником импорта является строительный бум, эпицентром которого в ближайшие годы будет выступать Южный федеральный округ, что связано с подготовкой Сочи для проведения зимних олимпийских игр. В этой связи стратегии крупнейших транспортных компаний сейчас нацелены на наращивание контейнерообработывающих мощностей. Впрочем, с учетом ожидаемых темпов роста грузопотока конкуренция в данном сегменте рынка, скорее всего, обострится не скоро, а снизить ее позволит увеличение транзитного потока иностранных грузов через территорию России.

Прогноз роста грузооборота российских портов (млн т)



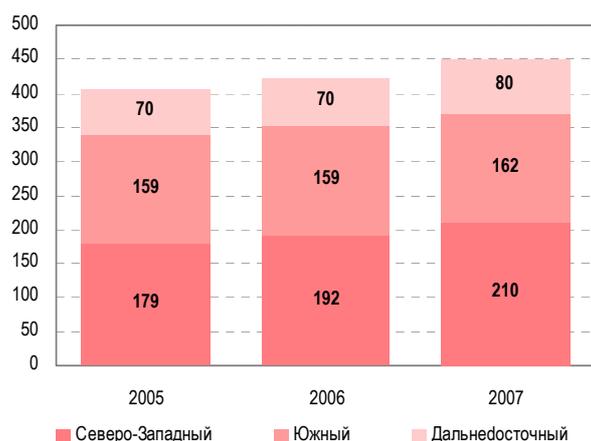
Источник: данные транспортных компаний

По прогнозам крупнейших контейнерных перевозчиков, к 2010 г. объем контейнерного рынка России увеличится более чем в 2 раза – до 7.1 млн TEU, а к 2015 г. ожидается увеличение оборота до 15 млн TEU.

Структура оборота российских грузов, перевозимых морем

Россия имеет три основных бассейна, через которые осуществляется грузооборот (Северо-Западный, Южный и Дальневосточный) и где в общей сложности функционируют 62 порта.

Структура грузооборота российских портов (млн т)



Источник: АМГР

Крупнейшим по грузообороту морского транспорта России является Северо-Западный регион, через который в 2007 г. прошло 46.5 % всех обработанных в российских портах грузов. Северо-Западный бассейн имеет выходы к двум морским бассейнам – Балтийскому и Северному, которые связывают Россию с Западной Европой, что обеспечивает региону доминирующее положение в перевалке нефти и нефтепродуктов. Крупнейшим портом региона являются Приморск (16.5 % от совокупного грузооборота российских портов).

Вторым по величине морским транспортным узлом России является Южный бассейн, который в 2007 г. обслужил 36 % российских грузов. Так же как и у портов Северо-Западного региона, наибольшую долю в годовом грузообороте Южного бассейна занимает нефть. Крупнейшим портом бассейна является Новороссийск, ежегодно обслуживающий около 26 % общего объема грузов, обрабатываемого российскими и зарубежными портами Черноморского региона.

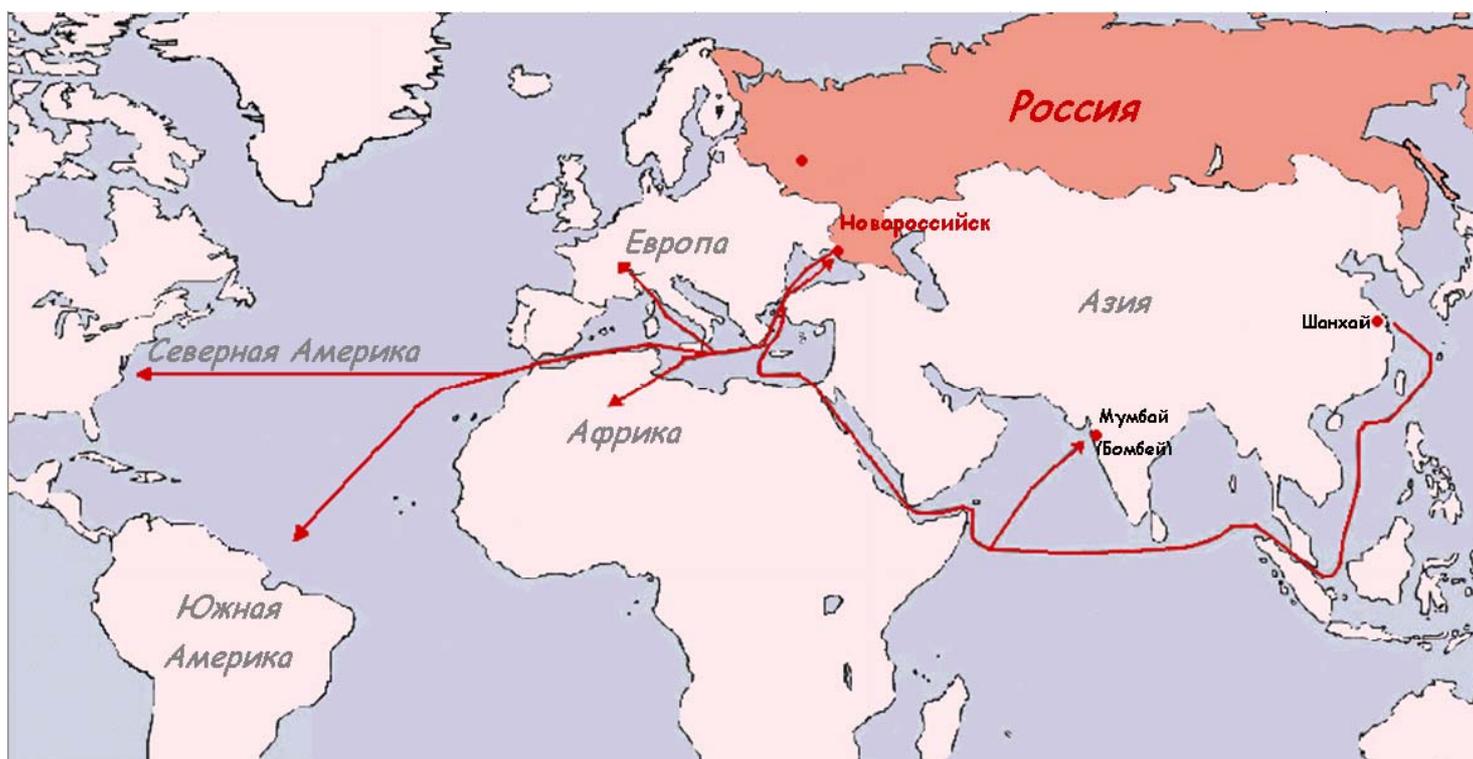
В Дальневосточном бассейне насчитываются 25 портов. В структуре грузооборота российских портов Дальневосточный регион не превосходит 18 %. Особенностью портов региона является обеспечение связи между единой российской транспортной системой и удаленными районами (Камчаткой, Сахалинской и Магаданской областей, Чукотского автономного округа, северных районов Приморского и Хабаровского краев). В данной связи доля региона в каботажных перевозках превышает 50 %. Крупнейшим портом является порт Восточный, обрабатывающий 20 % всех грузов Дальневосточного региона.

Группа НМТП: своевременная консолидация

НМТП – крупнейшая в России стивидорная группа компаний, объединяющая предприятия Южного и Северо-Западного бассейнов. По итогам 2007 г. предприятия Группы переработали 79.3 млн т грузов, что составляет немногим менее 18 % всего грузооборота российских портов. Крупнейшим регионом работы НМТП является порт города Новороссийска – первый по величине торговый порт России, по итогам прошлого года переработавший около 17 % российских грузов, транспортируемых морским путем. Новороссийский порт специализируется на перевалке экспортируемой нефти (около 60 % от ежегодного грузооборота порта), которая доставляется через трубопровод Транснефти и по железной дороге.

Порт расположен на берегу самой глубокой на Черноморском побережье Цемесской бухты, что позволяет принимать сухогрузные суда с осадкой до 14.5 метров и танкеры до 250 тыс. тонн дедвейтом. Приближенность Новороссийского порта к Центральному, Уральскому, Сибирскому регионам России и Центральной Азии обеспечивает ему преимущество при транспортировке грузов в страны Южной и Юго-Восточной Азии, Средиземного моря, а также по направлению к Южной Америке и Южной Европе.

Направления грузопотоков Новороссийского порта



Источник: данные компании

С 2003 г. НМТП реализует стратегию развития, направленную как на расширение текущей деятельности, так и на повышение качества предоставляемых услуг. В 2004 г. началась масштабная программа реконструкции портовых мощностей и расширения парка вспомогательного оборудования, а также строительство инфраструктуры. В 2006 г. компания приобрела действующие на территории порта стивидорные и сервисные предприятия (ОАО «Флот Новороссийского морского торгового порта», ОАО «Новорослесэкспорт», ОАО «Новороссийский судоремонтный завод», ОАО «ИПП», ОАО «Новороссийский зерновой терминал»), которые вместе с НМТП вошли в единый холдинг. Проведенная консолидация привела к образованию крупнейшего оператора в Новороссийском порту, устранив излишнюю конкуренцию среди портовых операторов. Другим положительным эффектом консолидации является возможность закрепления определенной специализации на базе отдельных предприятий Группы, что позволяет снизить издержки.

Структура Группы НМТП



Источник: данные компании

В начале 2008 г. Группа приобрела 50 % акций Балтийской стивидорной компании (БСК), доведя свою долю в ней до 100 %. БСК осуществляет свою деятельность в порту Балтийск, расположенном на побережье Балтийского моря в Калининградской области. Основная специализация компании – перевалка контейнерных грузов. Приобретение БСК является первым шагом выхода НМТП в Северо-Западный регион, что предусматривается программой развития Группы.

Другим крупным проектом в Северо-Западном регионе может стать приобретение доли в Ломоносовском грузовом терминале (ЛГТ). В апреле текущего года НМТП подписал предварительное соглашение о приобретении 50 % акций ЛГТ, отвечающего за строительство нового морского терминала на берегу Финского залива в районе города Ломоносова. Новый портовый комплекс площадью 70 га будет специализироваться на обработке контейнеров. Проектная мощность терминала – 1 млн TEU. По предварительным оценкам, общая стоимость проекта составит 300 млн евро.

Крупнейшим акционером Группы является зарегистрированная на Британских Виргинских островах компания Kadina Limited, контролирующая 50.1 % акций НМТП. По неофициальным данным, конечным бенефициаром оффшора выступают предприниматели Александр Пономаренко, Александр Скоробогатко и Аркадий Ротенберг. Другим крупным акционером является государство, имеющее 20%-ную долю в НМТП. В конце 2007 г. 19.38 % акций НМТП было размещено на LSE и российских фондовых площадках.

Стратегия развития

Группа НМТП последовательно реализует стратегию развития, которая предполагает рост грузооборота до 112 млн т к 2011 г. Основой стратегии является переориентация НМТП на высокорентабельные грузы, к которым относятся контейнеры, нефтепродукты, зерно и лес. Проекты компании направлены на расширение мощностей по обработке данных грузов.

В рамках данной стратегии реализуются следующие проекты:

- **Контейнеры.** Проведена реконструкция терминала «Новорослесэкспорт» (НЛЕ), направленная на увеличение пропускной способности комплекса. В соответствии с планами компании проведенные работы позволят достичь роста грузооборота контейнерного комплекса к 2009 г. с 60 тыс. TEU до 350 тыс. TEU. Стоимость проводимых работ – \$ 86.4 млн.

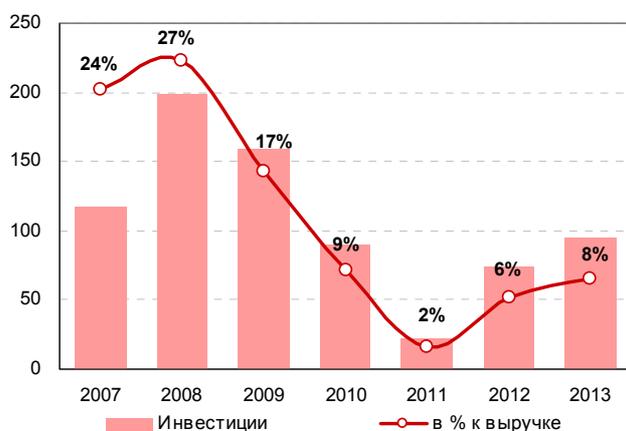
К 2009 г. планируется увеличение контейнерных мощностей НЛЕ до 500 тыс. TEU. До конца 2009 г. будут расширены контейнерный терминал Балтийской стивидорной компании до 300 тыс. TEU в год. Стоимость проектов – \$ 20 млн и \$ 69.2 млн.

- **Нефть.** Компания планирует увеличение мощностей перевалки нефти к 2010 г. до 65 млн т с 52 млн т в 2006 г. В рамках данного проекта планируется осуществить модернизацию нефтяного терминала «Шесхарис» НМТП – провести реконструкцию основного причала и построить второй причал, способный принимать суда дедвейтом до 150 тыс. т, который впоследствии возможно будет использован для трубопровода Бургас-Александрополис (его запуск запланирован на 2011 год). Стоимость проекта оценивается в \$ 130.1 млн.

- **Нефтепродукты.** В 2007 г. введен в эксплуатацию новый бункеровочный комплекс ОАО «ИПП». Проектная мощность объекта – 600 тыс. т мазута и 48 тыс. т – дизельного топлива в год. Объем инвестиций в проект составил порядка \$ 19.8 млн.
В 2008 г. ИПП планирует запустить в строй комплекс по перегрузке нефтепродуктов мощностью 1 млн т в год. Стоимость комплекса оценивается в \$ 35.7 млн.
- **Зерно.** В конце августа 2007 г. вступил в строй новый зерновой терминал производственной мощностью 4 млн т в год. Совокупный объем инвестиций в проект составил \$ 82.6 млн.
- **Лес и пиломатериалы.** В 2007 г. завершены работы по увеличению пропускной способности терминала по обработке древесины с 2.2 млн куб. м до 3 млн куб. м. Стоимость проводимых работ составляет \$ 14.8 млн.

Общая стоимость реализуемых проектов 2006-2010 гг. оценивается в \$ 697 млн. С учетом уже введенных в строй объектов мы оцениваем капитальные затраты компании на выполнение оставшейся части программы в \$ 450 млн, больше половины из которых будет вложено в 2008-2009 гг. Кроме того, программой развития предусмотрены вложения на сумму \$ 9.5 млн, предназначенные для технического перевооружения существующих мощностей.

Капитальные затраты НМТП, \$ млн.



Источники: данные компании, оценка Банк Москвы

В дальнейшем Группа намерена реализовать еще ряд проектов, которые сейчас находятся в стадии разработки. Данные проекты предполагают строительство мазутного терминала мощностью 4 млн т, увеличение контейнерного терминала НМТП до 1 млн TEU и строительство комплекса по перевалке 4 млн т сухих грузов. Совокупные инвестиции в эти проекты, по предварительным данным, составят \$ 406 млн, которые будут вложены после 2011 гг.

Помимо строительства и модернизации текущих мощностей стратегия развития Группы предусматривает дальнейшее усиление позиций в Южном и Северо-Западном регионах, а также выход в Дальневосточный регион за счет консолидации более мелких стивидорных компаний. По оценкам НМТП, на начало 2008 г. во всех трех бассейнах работает около 20 средних и крупных стивидорных компаний, которые потенциально могут служить объектами консолидации.

Возможности для консолидации отрасли

Порт	Независимые стивидорные компании		
	Грузооборот, млн т	Общее количество компаний	в т. ч. с оборотом более 2 млн т
Южный бассейн			
Новороссийск		Выкуп миноритарных долей	
Северо-Западный бассейн			
Санкт-Петербург	54.2	30	7
Архангельск	10.5	10	2
Калининград	18.8	18	3
Мурманск	15.2	16	2
Дальневосточный бассейн			
Восточный	20.5	9	2
Украина			
Одесса	20.3	12	4

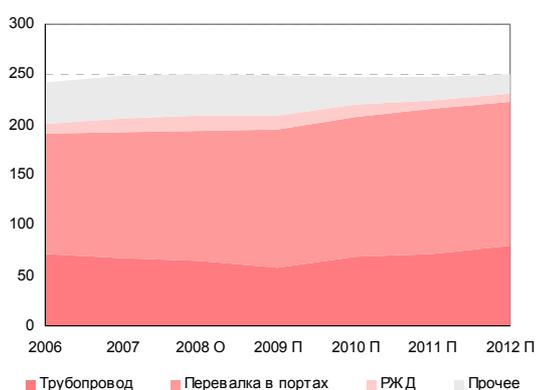
Источник: данные компании

Структура доходов

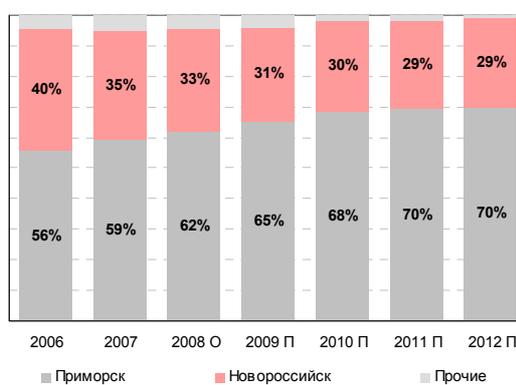
Стивидорные услуги. Выручка Группы НМТП в основном формируется за счет оказания стивидорных услуг. Являясь оператором универсального порта, НМТП осуществляет перевалку и хранение практически всех видов грузов. Тем не менее, наибольшую долю в структуре выручки занимают доходы от перевалки нефти. В 2007 г. на долю отгрузки нефти пришлось 35 %.

В перспективе стратегия Группы направлена на рост доли высокорентабельных грузов. Стратегия связана не только со стремлением увеличить рентабельность бизнеса, но и с ожиданиями сокращения экспортных поставок нефти через порт Новороссийска. Данная тенденция во многом объясняется намерениями российского Правительства увеличить внутреннюю переработку нефти, с целью повышения доли добавленной стоимости продукта, созданной российскими предприятиями. В этой связи Правительство планирует изменить порядок налогообложения, что будет создавать более благоприятные условия для экспорта нефтепродуктов, нежели сырой нефти. Другим фактором снижения перевалки нефти в Новороссийске является рост мощностей порта Приморск (в будущем, по замыслу Правительства, – основной нефтеперегонный терминал России).

Структура экспорта российской нефти, млн т



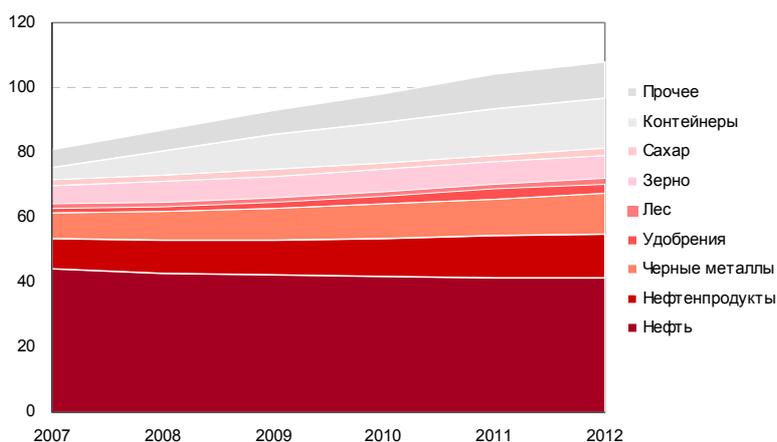
Доля крупнейших портов, %



Источник: Банк Москвы

В данной связи мы ожидаем снижение объема перевалки нефти в Новороссийске с 44.3 млн т в 2007 г. до 41.3 млн т в 2012 г. Тем не менее, общий грузооборот будет расти за счет увеличения перевалки других грузов. В частности, мы полагаем, что благодаря реализуемым инвестиционным программам Группа к 2012 г. относительно 2007-го более чем в 4 раза увеличит объем перевалки контейнеров, более чем в 2 раза – зерна и в 1.5 раза – нефтепродуктов и металлов.

Структура грузооборота, млн тонн



Источник: Банк Москвы

Наряду с увеличением грузооборота второй составляющей роста доходов от стивидорных операций является повышение тарифов. Уровень тарифов НМТП определяется двумя основными факторами:

- Во-первых, являясь, в соответствии с российским законодательством, монополистом по перевалке внешнеторговых грузов, ценовую политику перегрузки отдельных видов грузов устанавливает Федеральная служба по тарифам РФ. Соответственно, повышение тарифов должно быть согласовано с ФСТ. В среднесрочной перспективе мы не

ожидаем жестких ограничений на повышение тарифов со стороны регулирующих властей, так как повышение тарифов производится в целях увеличения программ финансирования модернизации портов, что является приоритетной задачей российского Правительства в рамках транспортной стратегии.

- Во-вторых, наличие довольно сильной конкуренции на международном рынке вынуждает НМТП корректировать свою тарифную политику в соответствии с действиями конкурентов. Пока дополнительное конкурентное преимущество российских портов обеспечивается тарифной политикой государства в отношении железнодорожной монополии – РЖД. Так, существующий разрыв в тарифах РЖД при перевозке до пограничных станций и до российских портов делает более привлекательным перегрузку в российских портах. Впрочем, данная мера не решает транспортных проблем, так как имеющая место диспропорция перевозок до портов и до границы в значительной степени загроужает порты, где образуются «пробки», при одновременной недогрузке РЖД в заграничном направлении. В этой связи текущая политика государства предполагает снижение преференций портам за счет более быстрых темпов роста тарифов по доставке им грузов. Тем не менее, с другой стороны, в настоящее время подготавливается законопроект создания на территории крупнейших портов свободных экономических зон, что предполагает более мягкий налоговый режим. Соответственно, в скором времени повышение тарифов РЖД будет компенсировано снижением налогов (в частности НДС), что также способствует повышению конкурентоспособности российских операторов.

Рост выручки в 2008 г. в большей степени обеспечивается именно увеличением тарифов. По данным компании, ФСТ утвердила повышение тарифов. Согласно прейскуранту, тариф на погрузку зерна увеличится на 35 %, химических грузов – на 33 %, цемента – на 53 %, цветных металлов – на 44 %. По нашим оценкам, без учета роста грузооборота в 2008 г. компания, благодаря изменению тарифного плана, получит около \$ 87 млн выручки, в то время как рост грузооборота принесет компании дополнительно \$ 40 млн.

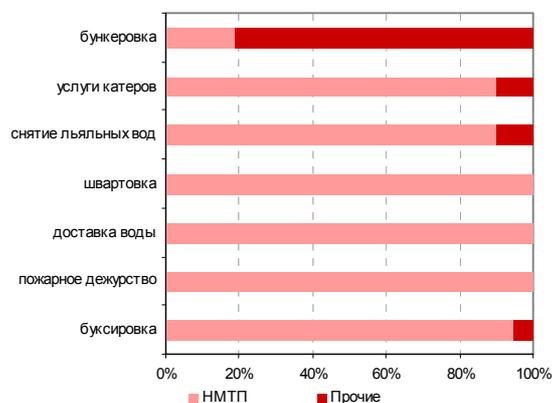
В последующие годы мы ожидаем сохранения высоких темпов роста тарифов, доля которых в конечной стоимости товаров остается незначительной. Тем не менее, с приближением 2009-2010 гг. – периода окончания масштабных инвестиций в развитие – мы полагаем, что темпы роста тарифов будут сокращаться, что связано с потребностью привлечения грузов для заполнения новых мощностей. Вместе с тем стоит отметить, что кроме всего прочего рост тарифов

С учетом наших прогнозов по грузообороту НМТП и динамики тарифов, мы ожидаем, что в 2012 г. выручка компании увеличится до \$ 795, что соответствует среднегодовым темпам роста на уровне 15.7 %.

В 2007 г. вступил в строй новый бункеровочный комплекс ИПП суммарной мощностью 600 тыс. т мазута и 48 тыс. т дизельного топлива в год. По планам Группы, в результате запуска комплекса НМТП может увеличить свою долю на рынке продаж бункерного топлива до 40 %. Соответственно, с учетом растущего грузооборота черноморского региона можно ожидать, что уже в 2010 г. доходы НМТП от продажи топлива составят \$ 250 млн, которые также консолидируются в поступления от стивидорных операций.

Прочие доходы. Кроме стивидорных операций, предприятия Группы НМТП оказывают услуги по обслуживанию и ремонту судов в порту. К таким услугам относятся: буксировка, бункеровка, швартовка, доставка воды, услуги пассажирских судов и т. д. В прошлом году на долю доходов от данных операций пришлось 15 %.

Доля Флота НМТП на рынке Новороссийского порта (2006)



Источник: данные компании

По данным на 2006 год, НМТП занимал доминирующее положение в Новороссийском порту на рынке услуг судам. Ввиду доминирующего положения НМТП в оказании прочих услуг в Новороссийском порту и в отсутствие причин для его изменения мы полагаем, что в прогнозном

периоде динамика доходов от данных операций будет соответствовать динамике грузооборота.

Прогноз структуры доходов НМТП, \$ млн

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Выручка	483	741	923	1 051	1 142	1 185
в т.ч.						
Стивидорные операции	418	629	795	907	983	1 015
в т.ч.						
обработка грузов	317	444	563	657	739	795
бункеровка	101	185	231	250	244	219
Обслуживание судов	46	83	97	112	124	135
Ремонт кораблей	4	4	5	5	5	5
Прочее	15	24	26	28	29	30

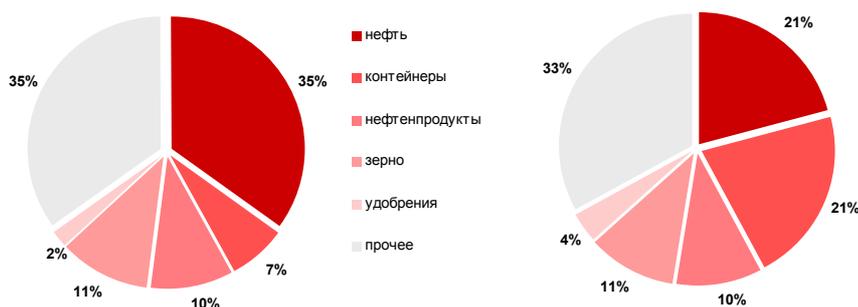
Источники: данные компании, оценка Банк Москвы

Возможности роста рентабельности

Рост рентабельности НМТП в перспективе может быть достигнут тремя основными путями.

- Увеличение переработки более рентабельных грузов, что является частью реализуемой в настоящее время стратегии, предполагающей увеличение производственных мощностей по перевалке контейнеров, удобрений, нефтепродуктов, зерна и др. В результате ввода новых мощностей мы полагаем, что ежегодно доля переработки данных грузов будет увеличиваться и в 2012 г. достигнет 37 %. С учетом наших прогнозов по росту тарифов доля выручки от переработки данных грузов к 2012 г. достигнет 46 %.

Структура доходов от переработки грузов НМТП, %
2007 2012



Источник: Банк Москвы

- Еще одним источником сокращения издержек является повышение производительности труда. Проводимая в настоящее время модернизация старых мощностей и строительство новых позволит увеличить автоматизацию процессов, что скажется на производительности труда. Первые итоги данного процесса уже отражены в финансовых результатах Группы за 2007 год. По данным компании, объем переработки груза на одного сотрудника вырос на 6.3 % до 10 т. В дальнейшем тенденция роста производительности сохранится, а реализуемые ныне проекты по модернизации мощностей позволят продолжить сокращение кадров, что отразится на структуре затрат. Отметим, что в наших расчетах применяются более консервативные прогнозы, чем планы менеджмента самой компании.

Изменение производительности труда



Источники: данные компании, Банк Москвы

- Третьим фактором снижения издержек стала консолидация. Объединение стивидорных компаний способствует экономии на управленческих расходах. Кроме того, после консолидации, благодаря которой НМТП получил доминирующее положение в Новороссийском порту, у компании пропала необходимость предоставления скидок клиентам. Впрочем, мы полагаем, что эффект консолидации уже во многом отразился на результатах 2007 г. и в дальнейшем будет проявляться менее существенно. Тем не менее, принимая во внимание планы компании продолжить поглощение более мелких стивидоров, данный эффект может возникнуть вновь.

При условии реализации указанных выше факторов мы ожидаем, что в ближайшие 5 лет эффективность деятельности НМТП увеличится. По нашим оценкам, операционная рентабельность НМТП в текущем году составит 36.5 % по сравнению с 32 % в 2007 г. В 2012 г. рентабельность Группы от операционной деятельности мы прогнозируем на уровне 46.7 %.

Отдельно стоит сказать, что уровень рентабельности мог бы быть и выше, однако НМТП намерен активно развивать относительно новое для себя направление продажи бункерного топлива. Целью компании является достижение доминирующего положения на рынке бункеровки черноморского региона. По нашим оценкам, развитие нового направления к 2012 г. будет формировать около 19 % выручки порта, что с учетом более низкой рентабельности данного бизнеса окажет влияние на рентабельность Группы в целом. Тем не менее, отметим, что, в отличие от грузовых операций, влияние нового направления на совокупные результаты Группы сильно коррелирует с ценами на продаваемое топливо (мазут, дизель), которые в свою очередь зависят от цен на нефть. В случае более значительного снижения цен на нефть в период 2008-2012 гг. влияние нового бизнеса компании может быть менее заметным.

Выставление рекомендации

С учетом описанных выше предпосылок мы провели оценку справедливой стоимости акций Группы НМТП на основании модели DCF. Наша модель предусматривает рост бизнеса компании до \$ 1.2 млрд к 2013 г. Среднегодовые темпы роста в период с 2008-2012 гг. соответствуют 16.5 %. Среднегодовой темп роста EBITDA в данный период составляет 21 %. При этом в результате реализации большей части капитальных программ к 2008-2009 гг. значительно снизится инвестиционная нагрузка Группы, что увеличит чистый поток денежных средств. Отметим, что при расчете стоимости компании мы учитывали лишь потоки, получаемые от реализации программы увеличения/модернизации производственных мощностей, входящих в группу компаний. Возможные эффекты, связанные с консолидацией других стивидорных компаний (что является частью стратегии развития НМТП) при расчете стоимости не применялись.

В результате проведенной оценки мы полагаем, что **справедливая стоимость НМТП** составляет \$ 0.187 за 1 акцию, или **\$ 18.7 за 1 GDR**. **Наша оценка оказалась на 18 % выше котировок GDR НМТП, что соответствует рекомендации по бумагам компании «покупать».**

Оценка стоимости

Прогноз денежного потока

в млн. \$	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Выручка	277	483	741	923	1 051	1 142	1 185	1 215
Темп роста (%)		74%	53%	25%	14%	9%	4%	3%
ЕБИТДА	109	204	335	440	518	590	631	659
Рентабельность (%)	39.3%	42.3%	45.2%	47.7%	49.3%	51.7%	53.2%	54.2%
ЕБИТ	70	155	270	370	446	517	553	576
Рентабельность (%)	25.4%	32.0%	36.5%	40.1%	42.4%	45.3%	46.7%	47.4%
-Налоги на прибыль	14	40	54	78	98	116	126	132
НОРАТ	57	115	216	292	348	401	427	445
+ Амортизация	39	50	58	64	65	66	70	76
- Капвложения и НИОКР	-111	-117	-198	-158	-90	-22	-74	-95
(Увеличение)/Уменьшение WC	-37	3	-62	-34	-23	-17	-8	-6
Чистый денежный поток	-52	51	14	164	300	428	416	420

Основные предположения

WACC	11.7%
Конечный темп роста	3.0%
Ставка налогообложения	24%

Расчет WACC

Риск рынка акций	4.0%
Риск эмитента	0.0%
Целевой уровень D/E	17%
Бэта*	1.50
Бэта с учетом долга	1.76
Безрисковая ставка**	5.9%
Стоимость капитала	12.9%
Стоимость долга	8.0%
Ставка налога на прибыль	24.0%
Стоимость долга после налогов	6.1%
WACC	11.7%

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	1 218
Конечная стоимость	4 970
Приведенная конечная стоимость	2 857
Стоимость денежных потоков	4 075
Текущий чистый долг (наличность)	472.0
Чистая стоимость компании	3 603
Количество акций (млн.)	19259.8
Стоимость на акцию	18.7

Анализ чувствительности

		Ставка дисконтирования (WACC)						
		8.8%	9.8%	10.7%	11.7%	12.7%	13.7%	14.7%
Конечный темп роста (%)	4.5%	39.1	31.1	26.1	22.1	19.0	16.6	14.6
	4.0%	35.4	28.7	24.4	20.8	18.0	15.8	14.0
	3.5%	32.3	26.6	22.9	19.7	17.2	15.2	13.5
	3.0%	29.8	24.9	21.6	18.7	16.4	14.6	13.0
	2.5%	27.7	23.4	20.4	17.8	15.7	14.0	12.6
	2.0%	25.9	22.1	19.4	17.0	15.1	13.5	12.2
	1.5%	24.3	20.9	18.5	16.3	14.6	13.1	11.8

* - Для голубых фишек - 1, для ликвидного второго эшелона -1.5, для низколиквидных бумаг -2

** - Доходность к погашению еврооблигаций Россия-30

Отчет о прибылях и убытках

в млн. \$	2006	2007	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П
Выручка	277	483	741	923	1 051	1 142	1 185	1 215
Операционные расходы	170	285	955	956	957	958	959	960
Амортизация	37	44	58	64	65	66	70	76
Операционная прибыль	70	155	270	370	446	517	553	576
ЕБИТДА	109	204	335	440	518	590	631	659
Чистые процентные расходы	23	45	45	44	38	34	29	28
Прочие расходы (доходы)	- 10	- 24	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	58	133	226	326	408	483	524	548
Налоги на прибыль	14	40	54	78	98	116	126	132
Доля миноритариев	0.4	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
Чистая прибыль	44	94	172	247	310	367	398	416

Баланс

в млн. \$	2006	2007	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П
Денежные средства и эквиваленты	37	67	53	142	341	628	907	1 188
Дебиторская задолженность	65	71	134	168	191	207	215	221
Запасы	7	8	18	18	18	18	19	19
Прочие оборотные активы	23	4	8	9	11	11	12	12
Основные средства	664	755	891	981	1 001	952	950	962
Прочие внеоборотные активы	500	531	627	690	704	670	668	677
Итого активы	1 297	1 437	1 731	2 008	2 266	2 487	2 770	3 078
Кредиторская задолженность	7	17	29	29	29	29	29	29
Краткосрочный долг	60	30	36	31	22	10	3	3
Прочие краткосрочные обязательства	19	25	65	89	100	99	104	111
Долгосрочный долг	482	508	517	509	495	476	465	457
Прочие долгосрочные обязательства	78	85	224	305	342	339	356	380
Капитал и резервы	612	731	860	1 046	1 278	1 535	1 814	2 105
Итого пассивы	1 297	1 437	1 731	2 008	2 266	2 487	2 770	3 078

Отчет о движении денежных средств

в млн. \$	2006	2007	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П
Операционная прибыль	70	155	270	370	446	517	553	576
Налоги на прибыль	14	40	54	78	98	116	126	132
Амортизация	39	50	58	64	65	66	70	76
Изменение оборотного капитала	- 37	3	- 62	- 34	- 23	- 17	- 8	- 6
Денежные потоки от операций	58	168	212	322	390	450	490	515
Капиталовложения	- 111	- 117	- 198	- 158	- 90	- 22	- 74	- 95
Прочие доходы (инвестиции)	-	-	-	-	-	-	-	-
Денежные потоки от инвестиций	- 111	- 117	- 198	- 158	- 90	- 22	- 74	- 95
Свободные денежные потоки	- 52	51	14	164	300	428	416	420
Изменение долга	489	- 4	15	- 13	- 24	- 30	- 18	- 14
Дивиденды	10	12	43	62	78	110	119	125
Чистые денежные потоки	426	35	- 14	89	198	288	279	281

Аналитический департамент

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru**Директор департамента**

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru**Начальник управления анализа рынка акций**

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru**Экономика**

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru**Нефть и газ**

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru

Вахрамеев Сергей

Vahrameev_SS@mmbank.ru**Машиностроение/Транспорт**

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru**Телекоммуникации**

Мусиенко Ростислав

Musienko_RI@mmbank.ru**Стратегия**

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru**Веденеев Владимир**Vedeneev_VY@mmbank.ru**Потребительский сектор**

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru**Химическая промышленность**

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru**Банковский сектор**

Хамракулов Дмитрий

Hamrakulov_DE@mmbank.ru**Начальник отдела анализа рынка облигаций**

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru**Кредитный анализ**

Михарская Анастасия

Mikharskaya_AV@mmbank.ru**Стратегия**

Ковалева Наталья

Kovaleva_NY@mmbank.ru**Базы данных**

Нефедов Юрий

Nefedov_YA@mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.