

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Корпоративные события

Дмитрий Чепрагин [d.chepragin@zenit.ru](mailto:d.chepragin@zenit.ru) Кирилл Сычев [k.sychev@zenit.ru](mailto:k.sychev@zenit.ru)

#### Сбербанк: нейтральные результаты в отчетности за 2К13 г., бумаги оценены справедливо

Вчера ОАО «Сбербанк» (-/Ваа1/ВВВ) первым из крупнейших госбанков открыл сезон отчетности по МСФО за 2К13 г. В целом консолидированные финансовые результаты не претерпели существенных изменений по сравнению с 1К13 г. и подтвердили стабильность финансового профиля банка. К значимым изменениям в отчетности можно отнести ускорение темпов роста валового кредитного портфеля до 4,5%. (+3.2 п.п. по сравнению с 1К13 г.), обусловленного, по заявлениям менеджмента банка, повышением спроса на кредитование в 2К13 г. В тоже время, учитывая нестабильную конъюнктуру рынка, прогноз руководства относительно увеличения кредитного портфеля на 2013 г. (корпоративный кредитный портфель + 10-12% и розничных кредитов + 25-30%), на наш взгляд, по-прежнему остается маловероятным, в большей степени по корпоративному сегменту. Несмотря на рост процентных и комиссионных доходов банка, Сбербанк зафиксировал снижение чистой прибыли по итогам 2К13г. до 86 млрд руб. (-2.9% к/к), что было вызвано сохраняющимся высоким уровнем резервных отчислений (cost of risk – 1.1%), ростом операционных расходов (Cost-to-Income – 0.39x), а также растущей опережающими темпами стоимости фондирования (пополнение клиентами выданных ранее более дорогих депозитов, размещение в мае суборда). Негативным моментом также явилось снижение уровня достаточности и рентабельности капитала (Достаточность совокупного капитала 13.9%; ROaE – 20.2%), давление на которые оказала отрицательная переоценка портфеля ценных бумаг.

На рынке евробондов выпуски Сбербанка не предлагают интересных идей, торгуясь со средним спредом около 120 бп к суверенной кривой (на уровне выпусков ВЭБа (ВВВ/Ваа1/ВВВ)). На наш взгляд, в сегменте госбанков наибольший интерес могут представлять выпуски ВТБ (VTB'17, VTB'18, VTB'20), обеспечивающие премию более 75 бп к спреду сопоставимых по рейтингу Сбербанка и ВЭБа.

#### Финансовые показатели ОАО «Сбербанк» по МСФО

млрд. руб.	2К13	1К13
Процентные доходы	356.9	344.6
Чист. % доходы	205.7	200.2
Чистый комиссионный доход	53.2	44.3
<b>Чистая прибыль</b>	<b>86.0</b>	<b>88.5</b>
Ликвидная позиция и размещенные депозиты	1136.1	1357.5
Вложения в ценные бумаги	1946.2	1888.0
Чист. ссудная задолженность	11134.5	10630.4
<b>ВСЕГО АКТИВЫ</b>	<b>16142.5</b>	<b>15115.6</b>
<b>Капитал</b>	<b>1706.5</b>	<b>1707.6</b>
Оптовое фондирование	2441.1	2366.2
Средства клиентов	11155.6	10325
Достаточность капитала 1 уровня	10.5%	10.9%
Достаточность капитала	13.9%	14.2%
Чистая % маржа	6.0%	6.1%
Опт. Фондир. (Долг+МБК) / Активы	0.15	0.16
Cost-to-income	0.39	0.37
NPL 90+/Кред. портфель	3.1%	3.3%
Резервы/Кредитный портфель	4.9%	5.2%
Резервы/NPL 90+	156.8%	160.9%
ROaE	20.2%	21.3%

Источник: Данные компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Корпоративные события

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

## ФСК ЕЭС: нейтральная финансовая отчетность за 1П13 г., бумаги компании не вызывают особого интереса

Вчера ФСК ЕЭС (BBV/Ваа3/-) опубликовала финансовую отчетность по МСФО за 1П13. Мы нейтрально оцениваем раскрытые показатели. В 1П13 выручка ФСК выросла на 13.3% г/г (до 75.8 млрд. руб.), а скорректированная EBITDA – на 6.9% г/г (до 40.4 млрд. руб.). В результате ФСК отразила в отчетности небольшое снижение рентабельности по EBITDA – до 53.3% (-3.2 пп г/г). Ключевое влияние на динамику финансовых результатов ФСК в 1П13 оказали повышение тарифов на передачу электроэнергии на 11% (с 1 июля 2012 г.) и увеличение располагаемой мощности на 2%, тогда как объем переданной по сетям электроэнергии в 1П13 сохранился на уровне прошлого года и составил около 257 млрд. кВт\*ч. Отметим также, что снижение операционной маржи ФСК стало следствием достаточно быстрого роста сопоставимых операционных расходов (без учета амортизации и резервов по сомнительным долгам), которые увеличились в 1П13 на 12.7% г/г (до 35.2 млрд. руб.), прежде всего за счет опережающего роста затрат на ФОТ (+14.9% г/г) и уплату имущественного налога (рост отчислений почти в 3 раза г/г, предполагается постепенная полная отмена существующих льгот по налогу для компании).

По итогам 1П13 компании удалось сбалансировать расходы на капвложения и чистый операционный денежный поток и сместить значение свободного денежного потока в положительную область (0.8 млрд. руб. против -22.2 млрд. руб. в 1П12), что было несколько неожиданно. Впрочем, необходимо отметить, что это было достигнуто, в большей степени, за счет заметного сокращения инвестиций в 1П13 (объем CAPEX снизился на 28.5% г/г – до 42.7 млрд. руб. или 1.1x EBITDA) нежели увеличения поступлений от операционной деятельности (чистый операционный денежный поток вырос на 16% г/г). Кроме того, с учетом заявленного на 2013 г. общего объема капвложений на уровне 155 млрд. руб. (1.8x EBITDA LTM), большая часть инвестиций ФСК (более 112 млрд. руб.) должна быть профинансирована во 2П13, что неизбежно вновь сместит свободный денежный поток в отрицательную зону и, вероятно, заставит ФСК вновь наращивать долг, чтобы компенсировать дефицит средств. Вместе с тем, определенную поддержку денежным потокам компании окажет очередная индексация тарифов ФСК, которые были повышены на 9.4% с 1 июля 2013 г.

По состоянию на конец 1П13 величина долга ФСК показала незначительный прирост по сравнению с началом года и составила 225.6 млрд. руб. (+4.3% г/г), при этом доля краткосрочного долга выросла до 17.5% (против 10.7% на начало года). Долговая нагрузка компании в терминах Чистый долг/EBITDA LTM на конец 1П13 даже чуть снизилась по сравнению с началом года и составила 2.2x (против 2.3x на конец 2012 г.), что стало следствием заметного увеличения объема ликвидных активов на балансе (без учета вложений в акции «Интер РАО ЕЭС» и «Российских сетей»), которые выросли на конец 1П13 до 38.2 млрд. руб. (+52.8% к 2012 г.). Отметим, что в июне ФСК опробовала новый для компании долговой инструмент, разместив 2 выпуска инфраструктурных облигаций общим объемом 30 млрд. руб. и сроком обращения 35 лет, привязанные к индексу потребительской инфляции. Облигации размещались в целях финансирования инвестпрограммы, а основными покупателями бумаг, насколько мы понимаем, стали госбанки. В этом месяце компания разместила еще 2 инфраструктурных бонда также на 30 млрд. руб.

Текущий спрэд кривой ФСК к ОФЗ составляет чуть более 120 бп, бумаги компании предлагают, в среднем, минимальную премию (около 10 бп) к кривой РЖД (BBV/Ваа1/BBV), а по отдельным выпускам и вовсе торгуются с дисконтом к РЖД (например, ФСК 25 и РЖД 16), что не повышает их привлекательность. У выпусков ФСК, на наш взгляд, по-прежнему есть куда более интересная альтернатива в виде бумаг Роснефти (BBV/Ваа1/BBV), которые предлагают как минимум не меньший спрэд к суверенной кривой, являются более ликвидными, а кроме того, на наш взгляд, обладают лучшим потенциалом роста котировок, особенно в свете существующего навеса первичного предложения со стороны ФСК (у компании зарегистрировано рублевых выпусков еще на 120 млрд. руб. помимо уже размещенных в этом году бумаг на 60 млрд.) и перспектив дальнейшего ухудшения кредитных метрик в свете продолжения реализации инвестпрограммы в объемах, превышающих собственные возможности компании, что будет продолжать оказывать давление на кредитные рейтинги ФСК.

Ключевые финансовые показатели  
ФСК ЕЭС по МСФО за 1П13

млрд. руб.	1П13	1П12	%г
Выручка	75.8	66.9	13.3%
EBITDA*	40.4	37.8	6.9%
Операционная прибыль	10.6	15.3	-30.7%
Чистый (убыток)/прибыль	(10.9)	4.0	-
Рентабельность по EBITDA	53.3%	56.5%	-3.2 пп
Операционная рентабельность	14.0%	22.9%	-8.9 пп
Чистая рентабельность	-	6.0%	-
Операц. ден.поток до изм. в ОК	43.0	38.1	12.9%
Чистый операцион. денеж. поток	43.5	37.5	16.0%
CAPEX	42.7	59.7	-28.5%
Свободный денежный поток	0.8	(22.2)	-

млрд. руб.	1П13	2012	%г
Активы	1 258.1	1 260.2	-0.2%
в т.ч. денеж. ср-ва и депозиты	38.2	25.0	52.8%
Долг	225.6	216.4	4.3%
доля краткосрочного долга	17.5%	10.7%	6.8 пп
Чистый долг	187.4	191.4	-2.1%
Капитал	898.1	905.8	-0.9%
CAPEX/EBITDA	1.1x	1.8x	-
Долг/EBITDA LTM	2.7x	2.6x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	2.2x	2.3x	-
EBITDA/Процентные платежи	5.4x	7.0x	-
Долг/Капитал	0.3x	0.2x	-

\* показан скорректирован на неденежные, разовые и/или неоперационные доходы/расходы

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

# Корпоративные события

Евгений Чердаков  
e.cherdakov@zenit.ru

Кирилл Сычев  
k.sychev@zenit.ru

## ММК: нейтральные финансовые результаты по итогам 1П13, бумаги компании оценены справедливо

Вчера ММК (-/Ba3/BB+) опубликовала финансовый отчет за 1П13, который мы оцениваем нейтрально. Компания отразила в отчетности уменьшение выручки на 10.1% г/г (до 4 444 млн. долл.), при этом EBITDA снизилась на 17.4% г/г (до 547 млн. долл.), что привело к небольшому сокращению рентабельности по EBITDA, которая по итогам 1П13 составила 12.3% (-1.1 пп г/г). Динамика выручки г/г в 1П13 была обусловлена как снижением объемов реализации металлургической продукции (консолидировано по Группе ММК – на 3.8% г/г), так сохранением слабой рыночной конъюнктуры и снижением цен на ключевые виды продукции. Так, в 1П13 средняя цена реализации тонны горячекатаного проката производства ММК сократилась на 8.1% г/г, сортового проката – на 5.3% г/г, толстого листа – на 6.8% г/г, холоднокатаного проката – на 15.7% г/г. Отметим, что снижение выручки в 1П13 оказало минимальное влияние на маржу EBITDA: себестоимость продаж снижалась в 1П13 сопоставимыми с выручкой темпами, сохранив валовую маржу на уровне прошлого года. Снижение рентабельности по EBITDA было обусловлено, в первую очередь, увеличением SG&A-расходов на 3.2% г/г (до 584 млн. долл.).

По итогам 1П13 компания заметно сократила величину свободного денежного потока, которая снизилась на 60.5% г/г – до 198 млн. долл. Сокращение свободного денежного потока стало следствием снижения операционных поступлений (чистый операционный денежный поток в 1П13 снизился более чем в 2 раза г/г – до 423 млн. долл.), которое компания попыталась смягчить за счет сопоставимого по масштабам сокращения капвложений. Объем CAPEX в 1П13 снизился на 38.5% г/г и составил 225 млн. долл. или весьма умеренные 0.4x EBITDA. Отметим, что в условиях сохранения неблагоприятной конъюнктуры на рынках металлургического сырья и конечной продукции и неочевидной перспективы их восстановления ММК продолжает придерживаться разумной политики снижения инвестиций, стремясь поддержать собственную ликвидность. Так, компания пересмотрела на сторону снижения план по инвестициям на 2013 г., которые теперь ожидаются на уровне 500 млн. долл. (0.4x EBITDA LTM) вместо озвученных ранее 650-700 млн. долл. (0.5x EBITDA LTM).

Поддержание высокой ликвидной позиции является достаточно актуальной в краткосрочной перспективе задачей для ММК, учитывая достаточно высокую долю краткосрочных обязательств в структуре долга компании, которая на конец 1П13 составила 43.5% (+1.3 пп к началу года). Отметим, вместе с тем, что по итогам 1П13 компания снизила долг на 13.8% по сравнению с началом года (до 3 332 млн. долл.), направив на эти цели свободный денежный поток, часть поступлений от продажи ММК-Транс и часть накопленных на балансе денежных средств. В результате, долговая нагрузка компании в терминах Долг/EBITDA снизилась до 2.7x (против 2.9x на начало года), однако в терминах Чистый долг/EBITDA сохранилась на уровне 2x, поскольку снижение долга было частично профинансировано за счет ликвидных активов, объем которых на конец 1П13 снизился на 11.5% по сравнению с началом года (до 1 022 млн. долл.). В целом же, риски рефинансирования ММК, на наш взгляд, можно оценить как невысокие: менеджмент последовательно реализует разумную финансовую политику, а объем ликвидных активов компании примерно на 70% покрывает ее краткосрочный долг. Кроме того, ММК уже начала работу по удлинению дюрации долгового портфеля, проведя в прошлом месяце весьма успешное размещение 3-летнего облигационного выпуска на 5 млрд. руб., который пользовался повышенным спросом со стороны инвесторов, обеспечивших займу почти 3-кратную переподписку, что, вероятно, позволяет рассчитывать на новые размещения в рамках этого года.

Наиболее ликвидные выпуски ММК торгуются со спрэдом около 200 бп к ОФЗ и предлагают около 40-50 бп премии к сопоставимым по дюрации бумагам НЛМК, что, на наш взгляд, выглядит справедливо. Более интересной идеей в рамках сектора, на наш взгляд, по-прежнему являются бумаги Евраз (B+/Ba3/BB-). Так, выпуски Сибметинвест 01/02 с годовой дюрацией обеспечивают около 80 бп премии к сопоставимым по дюрации бумагам ММК, притом, что кредитные метрики и рейтинги обоих металлургов сопоставимы, а окончательная интеграция бизнеса Распадской, завершение которой ожидается в течение этого года, на наш взгляд, заметно укрепит операционный профиль Евраз.

## Ключевые финансовые показатели ММК за 1П13 по МСФО

млн. долл.	1П13	1П12	%г
Выручка	4 444	4 941	-10.1%
ЕБИТДА	547	662	-17.4%
Операционная прибыль	26	128	-79.7%
Чистый убыток	(136)	(35)	x3.9
Рентабельность по EBITDA	12.3%	13.4%	-1.1 пп
Операционная рентабельность	0.6%	2.6%	-2.0 пп
Чистая рентабельность	-	-	-
Операц. ден.поток до изм. ОК	477	545	-12.5%
Чистый операцион. ден. поток	423	867	-51.2%
CAPEX	225	366	-38.5%
Свободный денежный поток	198	501	-60.5%

млн. долл.	1П13	2012	%г
Активы	14 284	16 292	-12.3%
в т.ч. денеж. ср-ва и ликвидные ц.б	633	1 155	-45.2%
Долг	3 332	3 866	-13.8%
доля краткосрочного долга	43.5%	42.2%	1.3 пп
Чистый долг	2 699	2 711	-0.4%
Капитал	8 776	9 820	-10.6%
CAPEX/EBITDA	0.4x	0.5x	-
Долг/EBITDA LTM	2.7x	2.9x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	2.2x	2.0x	-
EBITDA/Процентные платежи	5.6x	6.6x	-
Долг/Капитал	0.4x	0.4x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

# Корпоративные события

Кирилл Сычев  
k.sychev@zenit.ru

Евгений Чердаков  
e.cherdaikov@zenit.ru

## Группа ЛСР (-/В2/В): ослабление денежных потоков компенсировано сильными операционными показателями и стабильной ценовой конъюнктурой на рынках присутствия компании

Вчера Группа ЛСР (-/В2/В), один из крупнейших девелоперов коммерческой и жилой недвижимости, опубликовала финансовые итоги деятельности за 1П13. Представленные данные выглядят довольно сильно с точки зрения роста, что, тем не менее, не уберегло компанию от некоторого ослабления денежных потоков и снижения кредитных метрик. В части выручки ЛСР показала существенный рост в сегментах девелопмента и строительства, чуть хуже выглядели результаты сегмента «стройматериалы», но здесь ЛСР имеет неплохой потенциал для роста на фоне запуска новых мощностей по производству кирпича и железобетонных изделий. Рентабельность на уровне EBITDA компании не изменилась и осталась на привычном уровне – вблизи 20%, а рост маржи на уровне операционной и чистой прибыли был в основном обусловлен факторами разовых сделок, имевшими место в 1П12. Вместе с тем стоит помнить, что специфика бизнеса и особенности учетной политики ЛСР подразумевают невысокую «синхронность» признания доходов и реального движения денежных средств. Поэтому на фоне сильного отчета о прибылях и убытках компания отразила кратное снижение чистого операционного денежного потока, которое, насколько мы понимаем, было обусловлено уменьшением темпов поступлений предоплат по недвижимости, находящейся в процессе строительства. Капвложения компании также снизились более чем в 2 раза, но все равно оказались значительно выше собственных возможностей компании. В итоге, ЛСР завершила полугодие в области отрицательного свободного денежного потока, дефицит которого был покрыт за счет привлечения нового долга: его совокупный размер с начала года увеличился на 9%. Срочная структура долга компании при этом несколько ухудшилась, а доля краткосрочных обязательств превысила уровень 20%. Показатели долговой нагрузки также немного подросли, но при этом сохранились в комфортных для компании пределах. С точки зрения рейтинговых агентств наблюдаемый рост долга, вероятно, будут компенсирован хорошими операционными показателями бизнеса и стабильной ценовой конъюнктурой на рынках присутствия компании.

Группа ЛСР широко представлена на рублевом рынке, а ее выпуски относительно ликвидны. Займы ЛСР в пределах годовой дюрацией торгуются со спрэдом около 320 бп к ОФЗ, а выпуски на участке к кривой с дюрацией в пределах 1-2 лет – со спрэдом в районе 350 бп к ОФЗ, что, на наш взгляд, выглядит справедливо, учитывая single-B рейтинг Группы ЛСР и повышенные риски, присущие девелоперам. Вместе с тем, в рамках строительного сектора в качестве возможной альтернативы бумагам ЛСР мы отмечаем более длинный выпуск ЛенСпецСМУ 02, имеющий сопоставимый рейтинг и предлагающий по биду 410 бп к ОФЗ, что дает премию к кривой ЛСР на уровне 50 бп за дополнительные 1.5 года дюрации.

## Ключевые финансовые показатели Группы ЛСР по МСФО за 1П13

млн. руб.	1П13	1П12	%
Выручка	27 508	22 681	21.3%
ЕБИТДА	5 280	4 666	13.2%
Операционная прибыль	3 763	2 306	63.2%
Чистая прибыль	945	260	x2.6
Рентабельность по ЕБИТДА	19.2%	20.6%	-1.4пп
Операционная рентабельность	13.7%	10.2%	+3.5пп
Чистая рентабельность	3.4%	1.1%	+2.3пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	5 323	3 498	52.2%
Чистый операцион. ден. поток	939	4 528	-79.3%
CAPEX	2 071	4 220	-50.9%
Свободный денежный поток	(1 132)	308	-

млн. руб.	1П13	2012	%
Активы	144 465	127 778	13.1%
в т.ч. денежные средства	4 072	3 967	2.6%
Долг	42 934	39 475	8.8%
доля краткосрочного долга	22%	14%	+7.9пп
Чистый долг	38 862	35 508	9.4%
Капитал	55 477	56 701	-2.2%
CAPEX+M&A	2 071	4 506	-54.0%
CAPEX/ЕБИТДА	0.4x	0.9x	-
(CAPEX+M&A)/ЕБИТДА	0.4x	1x	-
Долг/ЕБИТДА LTM	3.1x	2.9x	-
Ч. Долг/ЕБИТДА LTM	2.8x	2.7x	-
ЕБИТДА/Процентные платежи	2.6x	2.5x	-
Долг/Капитал	0.8x	0.7x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Первичный рынок

## Первичный рынок

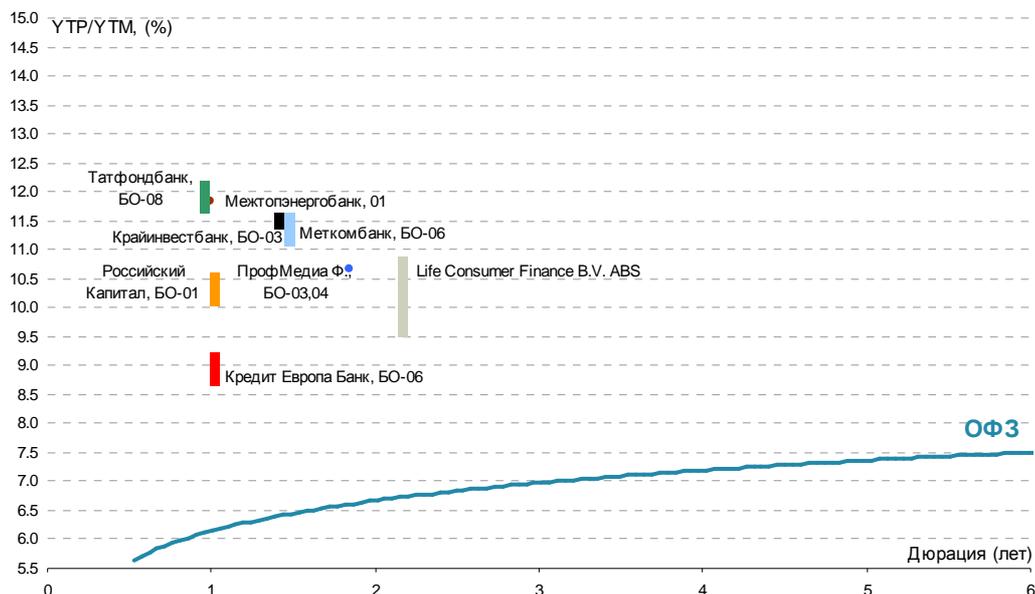
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем размещения, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Межтопэнергобанк, 01	B / - / -	да	1 500	11.83	27.08.2013	29.08.2013	нет / 1 г.	1 г. / 3 г.
ПрофМедиа Финанс, БО-03	B+ / - / -	да	2 000	10.67	27.08.2013	29.08.2013	нет / 1.85 г.	2 г. / 5 лет
ПрофМедиа Финанс, БО-04	B+ / - / -	да	1 000	10.67	27.08.2013	29.08.2013	нет / 1.85 г.	2 г. / 5 лет
Кредит Европа Банк, БО-06	- / Baa3 / BB-	да	5 000	8.68-9.20	03.09.2013	05.09.2013	нет / 1 г.	1 г. / 5 лет
Российский Капитал, БО-01	- / - / B+	да	3 000	9.99-10.51	06.09.2013	10.09.2013	нет / 1 г.	1 г. / 3 г.
Меткомбанк, БО-06	- / B2 / -	да	1 500	11.04-11.57	10.09.2013	12.09.2013	нет / 1.42 г.	1.5 г. / 3 г.
Крайинвестбанк, БО-03	B+ / - / B+	да	2 000	11.30-11.57	11.09.2013	13.09.2013	нет / 1.42 г.	1.5 г. / 6 лет
Татфондбанк, БО-08	- / B3 / -	да	2 000	11.57-12.10	11.09.2013	17.09.2013	нет / 1 г.	1 г. / 3 г.
Life Consumer Finance B.V., 01 (ABS)	BBB / - / -	да	3 200	9.58-10.65	11.09.2013	XX.09.2013	да / 2.15 г.	нет / 4 г.

Цветом выделены выпуски, по которым идет сбор заявок

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds

## Последние размещения

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
Uranium One, 02	BB- / - / -	да	12 500	н/д / 100%	10.25-10.78	10.51	23.08.2013	нет / 5.15 г.
Ак Барс, БО-03	- / B2 / BB-	да	5 000	н/д / 100%	9.20-9.73	9.05	22.08.2013	нет / 1.43 г.
СУЭК-Финанс, 05	NR	да	10 000	н/д / 100%	н/д	8.89	22.08.2013	нет / 2.70 г.
Альфа-Банк, БО-09	BB+ / Baa1 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	8.42-8.94	8.52	20.08.2013	нет / 2.71 г.
МСП Банк, БО-01	BBB / Baa2 / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	8.21	19.08.2013	нет / 1.88 г.
МСП Банк, БО-02	BBB / Baa2 / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	8.21	19.08.2013	нет / 1.88 г.
ФК Открытие, 06	NR	нет	5 000	н/д / 100%	11.46-12.01	11.46	15.08.2013	нет / 1 г.
Ренессанс Кредит, БО-03 (вторичное)	B+ / B2 / B	да	1 158	1.3 / 100%	10.71-11.00	н/д	14.08.2013	нет / 1 г.
ФСК ЕЭС, 26	BBB / Baa3 / -	да	15 000	н/д / 100%	н/д	1-й купон: 7.5%	13.08.2013	нет / н/д
ФСК ЕЭС, 27	BBB / Baa3 / -	да	15 000	н/д / 100%	н/д	1-й купон: 7.5%	13.08.2013	нет / н/д
Хортекс-Финанс, БО-01	NR	нет	400	н/д / 100%	н/д	9.20	12.08.2013	нет / 2.69 г.
О1 Проперти Финанс, 01	NR	нет	6 000	2.0 / 100%	12.36-12.89	12.36	08.08.2013	нет / 2.60 г.
НЛМК, БО-12	BB+ / Baa3 / BBB-	да	5 000	2.5 / 100%	8.16	8.16	06.08.2013	нет / 2.72 г.
Русславбанк, 01	- / B3 / -	да	1 500	н/д / 100%	12.89-13.32	12.63	05.08.2013	нет / 1 г.
НЛМК, БО-11	BB+ / Baa3 / BBB-	да	5 000	2.5 / 100%	8.68-8.94	8.16	01.08.2013	нет / 2.72 г.
Газпромбанк, БО-05	BBB- / Baa3 / BBB-	да	10 000	н/д / 100%	8.00-8.11	8.00	01.08.2013	нет / 1.88 г.
ТКС-Банк, БО-06 (вторичное)	- / B2 / B+	да	846	2.2 / 100%	10.47-10.62	10.45	01.08.2013	нет / 1.85 г.
Национальный Капитал, 03	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	9.73	31.07.2013	нет / 4.08 г.
РСХБ, 21	- / Baa3 / BBB	да	10 000	н/д / 100%	8.06-8.21	8.00	30.07.2013	нет / 1.88 г.
Ренессанс Кредит, БО-05	B+ / B2 / B	да	3 000	н/д / 100%	11.67-12.20	11.67	30.07.2013	нет / 1.42 г.



# Торговые идеи

## ЛОКАЛЬНЫЕ ВЫПУСКИ

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Цена послед. сделки	УТР/УТМ	Дюрация	Комментарий
НПК, БО-01	Globaltrans: - / Ba3 / BB	101.50	9.45	1.37	Одно из самых доходных предложений среди качественных заемщиков рейтинговой категории В+/ВВ-, сильный операционный профиль и кредитные метрики материнской компании
НПК, БО-02		101.55	9.02	1.37	
Газпром нефть, 08	BBB- / Baa3 / -	102.50	7.72	2.24	Наиболее интересное предложение в рамках сектора среди заемщиков инвестиционного качества с учетом предлагаемой доходности и дюрации - спред к ОФЗ на уровне 170-180 бп
Газпром нефть, 09		101.80	7.86	2.24	
ГТЛК, 01	BB- / - / -	102.00	10.69	2.18	Наиболее доходное предложение среди финансовых компаний с госучастием на рынке
ГТЛК, 02		101.97	9.33	2.20	
Русский Стандарт, БО-02	В+ / Ba3 / В+	101.22	9.16	1.43	Доходное предложение среди частных банков категории В+/ВВ-, более 50-80 бп премии к выпускам ХКФ Банка
Русский Стандарт, БО-03		100.83	8.96	0.97	
Восточный Экспресс Банк, БО-07	- / Ba1 / BBB+	100.65	10.54	3.91	Новый выпуск одного из крупнейших розничных банков предлагает премию как к собственным бумагам сопоставимой дюрации (около 30 бп к выпуску БО-10), так и к выпускам основных игроков в рамках сегмента. Спред к близким по дюрации бумагам ТКС Банка составляет около 40 бп, к выпускам ХКФ Банка, Русского Стандарта и МКБ - 120-200 бп
Мираторг-Финанс БО-03	- / - / В	100.00	11.61	2.27	Дополнительные 150 бп к спреду Мираторг-Финанс БО-01, премия к выпуску Черкизово БО-04 около 210 бп при аналогичных кредитных рейтингах

Данные в таблице по состоянию на 28.08.2013

## ЕВРООБЛИГАЦИИ

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Цена послед. сделки	УТW	Дюрация	Комментарий
VTB'17	BBB / Baa1 / BBB	104.21	4.72	3.23	Выпуски ВТБ предлагают лучшую доходность среди старших выпусков в сегменте госбанков, обеспечивая около 100 бп над спредами ВЭБа и Сбербанка при одинаковых кредитных рейтингах
VTB'18 (6.315)		104.79	5.10	3.97	
VTB'18 (6.875)		106.57	5.29	4.08	
VTB'20		103.02	6.02	5.68	
RCCF'17	В+ / B2 / В	99.02	8.15	2.47	Выпуск интересен для buy&hold с учетом относительно небольшой дюрации и предлагаемой доходности
GPBRU'19 (sub)	BB+ / Ba1 / -	106.43	5.90	4.67	Интересная идея в сегменте субординированного долга: выпуск предлагает премию к сраршему выпуску GPBRU'17 около 100 бп и имеет потенциал сужения спреда на уровне 30-40 бп
RSHB'21 (sub)	- / Baa2 / BBB-	99.27	6.29	2.54	Широкая премия около 200 бп к собственным старшим выпускам с большей дюрацией
FESHRU'18	BB- / - / В+	91.57	10.32	3.83	Дебютные выпуски одного из крупнейших частных логистических операторов FESCO являются, на текущий момент, самым доходным предложением в корпоративном секторе, торгуясь со спредом свыше 600 бп к суверенной кривой и предлагая не менее 250 бп премии к бумагам Альянс Ойл, что, на наш взгляд, выглядит слишком широко
FESHRU'20		91.24	10.61	4.95	
EVRAZ'17	В+ / B1 / ВВ-	100.93	7.10	3.18	Спреды выпусков к Северстали и НЛМК по-прежнему достаточно широки, при этом потенциал сужения мы оцениваем на уровне 100 бп за счет консолидации в отчетность Распадской с 2013 г. и возможного улучшения конъюнктуры на рынке стали
EVRAZ'18		106.76	7.73	3.77	

Данные в таблице по состоянию на 28.08.2013

### Примечание:

**23.04.2013 исключен выпуск ВКМОСC'17 (sub).** С момента включения в список рекомендованных бумаг в декабре 2012 г. выпуск подорожал более чем на 200 бп, сузив спред к старшим выпускам материнского ВТБ до 80 бп, и, на наш, взгляд, уже в значительной мере отыграл свой потенциал ценового роста. В то же время, в список рекомендованных бумаг включен субординированный выпуск RSHB'21 (УТW 4.7/D 2.82), предлагающий достаточно щедрую премию к собственным старшим выпускам.

**19.03.2013 исключен выпуск О'Кей, 02.** С момента включения в список рекомендованных бумаг в середине января выпуск продемонстрировал неплохую динамику котировок, подорожав примерно на 100 бп, и не исчерпал полностью весь потенциал ценового роста. Вместе с тем, вышедшие на вторичные торги дебютные выпуски Ленты (S&P: В+/Стабильный) предлагают лучшую доходность по сравнению с бумагами О'Кей (Fitch: В+/Стабильный) при сопоставимой дюрации, при этом Лента, на наш взгляд, характеризуется более сильным кредитным профилем, а ее бумаги обладают более высоким потенциалом сужения спреда к бенчмарку - выпуску Х5 Финанс БО-01. В связи с этим, мы исключили из перечня торговых идей выпуск О'Кей, 02, заменив его на выпуски Лента, 01-03.

**05.03.2013 исключен выпуск Промсвязьбанк, БО-7.** С конца декабря прошлого года выпуск подорожал примерно на 150 бп (спред к ОФЗ сузился на 50-60 бп), что ограничивает потенциал дальнейшего роста котировок с учетом относительно короткой дюрации бумаг. В качестве более доходной альтернативы бумагам Промсвязьбанка рекомендуем обратить внимание на новые выпуски Русский Стандарт, БО-03/БО-04.

# 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>

## 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>
Количественный 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

		<a href="mailto:ibcm@zenit.ru">ibcm@zenit.ru</a>
Рублевые облигации	Денис Ручкин	<a href="mailto:d.ruchkin@zenit.ru">d.ruchkin@zenit.ru</a>
	Андрей Пашкевич	<a href="mailto:a.pashkevich@zenit.ru">a.pashkevich@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>

# Департамент доверительного управления активами

Брокерское обслуживание	Тимур Мухаметшин	<a href="mailto:t.mukhametshin@zenit.ru">t.mukhametshin@zenit.ru</a>
	Иван Рыжиков	<a href="mailto:i.ryzhikov@zenit.ru">i.ryzhikov@zenit.ru</a>
Доверительное управление активами	Яков Петров	<a href="mailto:y.petrov@zenit.ru">y.petrov@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. © 2013 Банк ЗЕНИТ.