

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

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

Лукойл (BBV/Baa2/BBB-): нейтральная отчетность за 1П13, в бумагах компании не видим идей

В конце прошлой недели Лукойл опубликовал финансовые и операционные результаты за 1П13. Мы нейтрально оцениваем раскрытые показатели. Во 2К13 компания нарастила нефтедобычу, что позволило компенсировать снижение в 1К13, в результате по итогам 1П13 добыча стабилизировалась на уровне прошлого года и составила 44.7 млн. тонн (+0.2% г/г). Общая добыча углеводородов показала небольшой прирост и составила в 1П13 около 397 млн. барр. нэ (+0.5% г/г), здесь свой вклад внесло увеличение объемов добычи газа, которая выросла на 3% г/г (до 10.3 млрд. кубометров). Производство нефтепродуктов в 1П13 также показало минимальный прирост и составило 31 млн. тонн. (+1% г/г).

Выручка Лукойла в 1П13 выросла на 1.7% г/г (до 68.8 млрд. долл.), что, в основном, стало следствием увеличения объемов реализации нефтепродуктов (выросли на 7.7% г/г – до 58.4 млн. тонн), главным образом, за счет отгрузок на экспорт, которые выросли на 7.9% г/г (до 48.5 млн. тонн), тогда как продажи на внутреннем рынке выросли на 3.6% г/г (до 9.6 млн. тонн). Цены реализации нефтепродуктов в 1П13, в основном, показали небольшой прирост. Исключением стала средняя цена в оптовом звене для поставок на мировой рынок, которая снизилась на 2.9% г/г (до 857 долл./тонна), тогда как цена на розничные поставки, а также цены на внутреннем рынке показали рост г/г в пределах 1%-6%.

Негативное влияние на выручку Лукойла оказало снижение объемов реализации сырой нефти, которые сократились в 1П13 на 5.7% г/г (до 18.6 млн. тонн) за счет поставок на экспорт (без учета СНГ), которые снизились на 16.7% г/г (до 13 млн. тонн), тогда как поставки в СНГ также сократились на 7.6% г/г (до 2.1 млн. тонн). Это снижение не смог компенсировать рост продаж на внутреннем рынке: поставки выросли почти в 2 раза по сравнению с прошлым годом – до 3.5 млн. тонн. Средние цены реализации нефти в 1П13 снизились на всех рынках сбыта, при этом сокращение цен г/г находилось в пределах 2%-5%. Показатель EBITDA Лукойла в 1П13 вырос на 3.7% г/г (до 9.1 млрд. долл.), при этом рост показателя был обусловлен увеличением амортизационных отчислений. Рентабельность по EBITDA компании сохранилась на уровне прошлого года и составила 13.3% (+0.3 пп г/г).

Свободный денежный поток Лукойла по итогам 1П13 находился, по меркам компании, на околонулевой отметке и составил всего 69 млн. долл. (в 1П12 – 1.7 млрд. долл.). Это стало следствием существенного роста капитальных расходов (включая затраты на НМА), которые в 1П13 увеличились сразу на 43% г/г и составили 7.6 млрд. долл. или 0.8x EBITDA. Основной объем CAPEX в 1П13 пришелся на 1К13, когда инвестиции показали прирост на 70% г/г и составили 4.1 млрд. долл. (0.9x EBITDA), что даже привело к формированию нетипичного для компании отрицательного свободного денежного потока. Отметим, что Лукойл уже с начала года активно инвестирует в сегмент разведки и добычи (по итогам 1П13 CAPEX сегмента увеличился на 26% г/г), стремясь стабилизировать объемы нефтедобычи. Так, в 1П13 средства пошли, в основном, на лицензионные платежи за месторождения в Западной Сибири (Имилорское, Западно-Имилорского и Источное) и расширение объемов эксплуатационного бурения в Западной Сибири и Коми. За пределами страны инвестиции сегмента включали увеличение доли Лукойла в иракском проекте Западная Курна-2: в марте 2013 г. компания приобрела пакет норвежской Statoil, в результате доля Лукойла выросла с 56.25% до 74.75%. Инвестиции в сегмент переработки в 1П13 также показали прирост более чем в 1.5 раза по сравнению с прошлым годом и были использованы, главным образом, для

Ключевые финансовые показатели Лукойла по US GAAP за 1П13

млн. долл.	1П13	1П12	%г
Выручка	68 823	67 658	1.7%
EBITDA	9 134	8 808	3.7%
Операционная прибыль	6 234	6 610	-5.7%
Чистая прибыль	4 680	4 762	-1.7%
Рентабельность по EBITDA	13.3%	13.0%	0.3 пп
Операционная рентабельность	9.1%	9.8%	-0.7 пп
Чистая рентабельность	6.8%	7.0%	-0.2 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	7 560	6 917	-19.8%
Чистый операцион. ден. поток	7 693	7 031	9.4%
CAPEX (включая НМА)	7 624	5 332	43.0%
Свободный денежный поток	69	1 699	-95.9%

млн. долл.	1П13	2012	%г
Активы	106 997	98 961	8.1%
в т.ч. денежные средства	3 167	2 914	8.7%
Долг	9 344	6 621	41.1%
доля краткосрочного долга	6.1%	9.9%	-3.8 пп
Чистый долг	6 177	3 707	66.6%
Капитал	77 650	74 188	4.7%
CAPEX+M&A	10 072	13 454	-
CAPEX/EBITDA	0.8x	0.7x	-
(CAPEX+M&A)/EBITDA	1.1x	0.7x	-
Долг/EBITDA LTM	0.5x	0.4x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	0.3x	0.2x	-
Долг/Капитал	0.1x	0.1x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика операционных результатов Лукойла в 1П13

	1П13	1П12	%г
Добыча углеводородов, млн барр. н.э.	397.1	395.1	0.5%
Добыча нефти, млн. тонн	44.7	44.6	0.2%
Добыча товарного газа, млрд. куб. м.	10.3	10.0	3.0%
Против-во нефтепродуктов, млн. тонн	31.0	30.7	1.0%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

финансирования строительства установки каталитического крекинга на Нижегородском НПЗ и установки гидрокрекинга на Волгоградском НПЗ компании.

Отметим также, что в 1П13 Лукойл также потратил около 2.45 млрд. долл. на финансирование M&A-сделок, включая покупку 100% акций «Самара-Нафта» за 2.1 млрд. и финальный платеж на 266 млн. долл. за 50% акций ЗАО «Кама-Ойл». С учетом того, что операционный денежный поток был полностью использован для покрытия капвложений, компания решила профинансировать M&A-расходы за счет привлечения долга: чистое привлечение средств (за вычетом рефинансирования) составило около 2.7 млрд. долл., при этом около 250 млн. долл. неизрасходованных средств пополнило запас ликвидности компании на балансе, которая составила на конец 1П13 около 3.2 млрд. долл. (+8.7% к началу года). В итоге Лукойл, конечно, продемонстрировал высокие темпы увеличения долга на конец 1П13 (по сравнению с началом года показатель вырос на 41.1% и достиг 9.3 млрд. долл.), однако в абсолютном выражении сумма долга осталась небольшой, что отразила и динамика долговой нагрузки, которая сохранилась на минимальном уровне – 0.3x в терминах Чистый долг/EBITDA LTM.

Еврооблигации Лукойла, на наш взгляд, не дают краткосрочных идей: длинные выпуски компании торгуются с дисконтом 10-30 бп к евробондам Роснефти (BBB/Baa1/BBB), Газпром Нефти (BBB-/Baa3/-) и Новатэка (BBB-/Baa3/BBB-), предлагая самую низкую доходность среди заемщиков инвестиционного уровня в рамках сектора. На рублевом рынке единственный выпуск Лукойл 04 (YTM 6.82/D 0.26 г.) не представляет интереса в силу того, что гасится в декабре этого года.

Совкомфлот (BB+/Ba2/BB): слабая финансовая отчетность за 1П13, долговая нагрузка на новой высоте, а евробонд компании вряд ли имеет потенциал сужения спреда

На прошлой неделе Совкомфлот (BB+/Ba2/BB), один из крупнейших операторов танкерного флота, опубликовал финансовый отчет за 1П13. Мы оцениваем раскрытые показатели как слабые. Компания продолжает испытывать негативное влияние со стороны рыночной конъюнктуры, а уровень её долговой нагрузки оказался на новых высотах.

Выручка Совкомфлота в тайм-чартерном эквиваленте снизилась на 8.5% г/г, движимая в основном ценовыми факторами: средние значения индексов танкерного фрахта за тот же период потеряли 8-10% в годовом сопоставлении. Поддержку компании оказывает работа по долгосрочным контрактам, нивелирующая ценовые «провалы» на спотовом рынке, а также развитие в сегментах обслуживания шельфовых проектов, и перевозок газа. Рентабельность Совкомфлота снижалась на фоне роста эксплуатационных и SG&A-расходов: на уровне EBITDA компания потерял 6 пп маржи в годовом сопоставлении. Инвестиционная активность компании была традиционно высока: отношение CAPEX / EBITDA составляло 1.2x, а полугодие компания завершила в области отрицательного свободного денежного потока. Дефицит ликвидности был покрыт за счет увеличения кредитного плеча: рост чистого долга компании превысил 11% с начала года. В итоге долговая нагрузка Совкомфлота в терминах Ч.Долг/EBITDA LTM увеличилась до уровня 7.3x. В отношении долга по-прежнему позитивно смотрится разве что его срочная структура: доля краткосрочного долга немногим превышает 10%, а его сумма на 2/3 обеспечена имеющейся на балансе ликвидностью.

Ситуация с долгом Совкомфлота, по-видимому, увеличивает вероятность негативных рейтинговых действий в отношении компании в перспективе ближайших месяцев. В своих прошлых оценках агентства закладывали более позитивные сценарии развития рынка танкерных перевозок и ожидали стабилизации или возобновления роста ставок фрахта в 2013г. Текущие же показатели долговой нагрузки компании существенно превосходят ориентиры, принятые в качестве пороговых для текущих рейтингов (левередж по EBITDA и FFO на уровне 5.5x и 4.5x соответственно, против текущих 7.3x и 5.5x). При этом, ценовое оживление на рынке танкерного фрахта, где текущие спотовые цены превышают средние за 2012г. на 10-12%, и развитие бизнеса на шельфе и в секторе перевозок СПГ вряд ли найдут быстрое отражение в финансах компании.

Спрэд евробонда SCFRU17 к выпуску РЖД RURAIL17 на сегодня находится на уровне среднегодовых значений и составляет порядка 170 бп, против минимумов в 100 бп, достигнутых в феврале этого года. Пока мы не видим предпосылок для сужения спреда SCFRU17.

Ключевые финансовые показатели Совкомфлота по МСФО за 1П13

млн. руб.	1П13	1П12	%г
Выручка (тайм-чартерный эквивалент)	13 051	14 271	-8.5%
EBITDA	6 009	7 464	-19.5%
Операционная прибыль	1 345	3 261	-58.8%
Чистая прибыль	-449	1 561	-
Рентабельность по EBITDA	46.0%	52.3%	-6.3 пп
Операционная рентабельность	10.3%	22.9%	-12.5 пп
Чистая рентабельность	-3.4%	10.9%	-14.4 пп
Денежный поток до измен. в обор. кап.	8 934		
Чистый операционный денеж. поток	7 390	7 512	-1.6%
CAPEX	7 503	6 918	8.5%
Свободный денежный поток	(113)	594	-

млн. долл.	1П13	2012	%г
Активы	210 768	196 197	7.4%
в т.ч. денеж. сред-ва и депозиты	7 124	9 369	-24.0%
Долг*	97 205	90 557	7.3%
доля краткосрочного долга	10.7%	9.9%	0.7 пп
Чистый долг*	90 081	81 188	11.0%
Капитал	102 483	93 430	9.7%
CAPEX/EBITDA	1.2x	1.0x	-
Долг/EBITDA LTM	7.8x	6.5x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	7.3x	5.8x	-
EBITDA/Процентные платежи	3.5x	3.5x	-
Долг/Капитал	0.9x	1.0x	-

* включает обязательства по финансовому лизингу

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

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

О'Кей (Fitch: B+/Stable): неплохие результаты в финансовом отчете за 1П13, однако бумаги компании выглядят малоинтересно

В конце прошлой недели Группа О'Кей, один из крупнейших игроков на рынке продуктового ритейла, специализирующийся на развитии формата «гипермаркет», опубликовала финансовые результаты по МСФО за 1П13. Мы позитивно оцениваем раскрытые показатели. По итогам 1П13 компания зафиксировала неплохие темпы роста выручки, которая увеличилась на 19.6% г/г (до 64.7 млрд. руб.), и EBITDA – на 14.4% г/г (до 4.2 млрд. руб.). Рентабельность по EBITDA в 1П13 чуть снизилась и составила 6.6% (-0.2 пп г/г) – показатель получил поддержку со стороны увеличения валовой маржи (составила 23% в 1П13 против 22.5% в 1П12), которая была нивелирована опережающим ростом SG&A-расходов (+24.6% г/г), основным драйвером которого, в свою очередь, стало увеличение расходов на персонал (+25.9% г/г), выросших вместе с расширением сети.

Отметим, что рост выручки О'Кей является более сбалансированным, например, по сравнению с лидером сектора Магнитом (S&P: BB/Stable), у которого основным фактором роста розничной выручки является сопоставимый по темпам рост торговых площадей (в 1П13 выручка увеличилась на 31.5% г/г, а рост торговых площадей сохраняется на уровне около 30% г/г). В то же время, у О'Кей рост выручки, помимо расширения торговых площадей (на конец 1П13 увеличились на 18.8% г/г), получает более ощутимую поддержку со стороны сильных сопоставимых продаж. Так, LFL-выручка компании в 1П13 выросла на 7.5% г/г и, несмотря на то, что темпы роста оказались несколько хуже результатов прошлого года (в 1П12 сопоставимые продажи увеличились на 7.9% г/г), они сохраняются на достаточно высоком уровне – выше, чем у Магнита, который в 1П13 увеличил LFL-выручку на 5.3% г/г. В то же время напомним, что по итогам более слабых, чем ожидалось, результатов 1К13 О'Кей скорректировала оптимистичный прогноз по темпам роста выручки на 2013 г. до 21-25% (прежний прогноз составлял 24-28%), при этом LFL-выручка, по оценкам менеджмента, увеличится на 5.5-6.5%.

В 1П13 О'Кей немного снизила инвестиции в оборотный капитал по сравнению с прошлым годом, что, на фоне увеличения операционного денежного потока (вырос на 12.5% г/г – до 4.2 млрд. руб.), позволило нарастить чистый операционный денежный поток до 444 млн. руб. (против 71 млн. руб. в 1П12), несмотря на то, что процентные платежи О'Кей увеличились почти треть – до 744 млн. руб. (+30.1% г/г). Впрочем, несмотря на кратный рост, величина операционного денежного потока компании была вновь далека от обеспечения финансирования ее инвестиционных расходов, которые, к тому же, выросли по сравнению с прошлым годом. Так, объем CAPEX в 1П13 вырос на 14.9% г/г и составил 2.9 млрд. руб. или 0.7x EBITDA. В результате, свободный денежный поток О'Кей в 1П13 сохранился в отрицательной зоне примерно на уровне прошлого года (-2.5 млрд. руб.). Отметим, что к необходимости финансирования инвестиций, выходящих за рамки собственных возможностей компании, добавилась и выплата достаточно щедрых относительно генерируемых денежных потоков дивидендов (на 1.5 млрд. руб.). В результате, О'Кей пришлось значительно сократить денежную позицию, потратив почти половину накопленной на балансе ликвидности (на конец 1П13 сократилась на 43.8% к началу года), а также нарастить долг.

Объем долга компании на конец 1П13 вырос на 16.9% по сравнению с началом года и составил около 16 млрд. руб., при этом доля краткосрочных обязательств снизилась до 20% (против 28% на начало года). Одновременный рост долга и сокращение подушки ликвидности привели к заметному повышению долговой нагрузки О'Кей, которая в терминах Чистый долг/EBITDA LTM достигла 1.4x на конец 1П13, тогда как на начало года показатель еще находился на уровне 1x. В прочем, несмотря на быстрый рост в 1П13, долговая нагрузка О'Кей сохраняется на достаточно умеренном, по отраслевым меркам, уровне, а денежные средства на балансе покрывают почти 80% короткого долга даже после столь чувствительного сокращения, минимизируя риски рефинансирования компании.

Дебютный выпуск О'Кей 02 (YTP 9.17/D 2.06) торгуется сейчас со спрэдом около 280 бп к ОФЗ, что дает минимальную премию (порядка 20 бп) к близкому по дюрации X5 Финанс БО-01 (YTM 8.93/D 1.87) и, на наш взгляд, свидетельствует о том, что О'Кей 02 уже отыграла свой потенциал роста «выше рынка».

Ключевые финансовые показатели сети О'Кей по МСФО за 1П13

млн. руб.	1П13	1П12	%г
Выручка	64 714	54 122	19.6%
EBITDA	4 240	3 705	14.4%
Операционная прибыль	3 025	2 722	11.1%
Чистая прибыль	1 614	1 470	9.8%
Рентабельность по EBITDA	6.6%	6.8%	-0.3 пп
Операционная рентабельность	4.7%	5.0%	-0.4 пп
Чистая рентабельность	2.5%	2.7%	-0.2 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	4 249	3 776	12.5%
Чистый операцион. ден. поток	444	71	x6.3
CAPEX	2 920	2 542	14.9%
Свободный денежный поток	(2 476)	(2 471)	0.2%

млн. руб.	1П13	2012	%г
Активы	52 142	53 414	-2.4%
в т.ч. денежные средства	2 548	4 536	-43.8%
Долг	16 002	13 690	16.9%
доля краткосрочного долга	20.0%	28.0%	-8 пп
Чистый долг	13 454	9 154	47.0%
Капитал	18 155	18 090	0.4%
CAPEX/EBITDA	0.7x	0.9x	-
Долг/EBITDA LTM	1.6x	1.5x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	1.4x	1.0x	-
EBITDA/Процентные платежи	5.7x	7.7x	-
Долг/Капитал	0.9x	0.8x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика операционных показателей сети О'Кей в 1П13

	1П13	1П12	%г
Всего магазинов, в т.ч.	85	75	-
Гипермаркеты	54	45	-
Супермаркеты	31	30	-
Торговая площадь, тыс.кв.м.	437	368	18.8%
Гипермаркеты	396	329	20.4%
Супермаркеты	41	39	5.1%
LFL-прирост (%)	1П13	1П12	
Розничная выручка	7.5	7.9	
Средний чек	6.4	3.7	
Трафик	1.1	4.0	

Источник: Данные Компании

Корпоративные события

Дмитрий Чепрагин
d.chepragin@zenit.ruКирилл Сычев
k.sychev@zenit.ru**Банк Петрокоммерц (В+/В1/-): слабые результаты в отчетности за 1П13 г., бумаги оценены справедливо**

В целом опубликованные данные по МСФО за 1П13 г. Банка Петрокоммерц произвели на нас слабое впечатление. Банк заметно отстал от среднерыночных темпов роста кредитования: валовый кредитный портфель вырос всего на 2.4% к началу года. Несмотря на заявления менеджмента банка о смене курса на более маржинальные продукты уровень чистой процентной маржи остается в целом на невысоком уровне (4.7% в 1П13 г.). В отчетности за 1П13 г. банк не раскрывает данные об NPL, но, учитывая увеличение резервов и показателя стоимости риска, можно сделать вывод, что качество портфеля ухудшилось по сравнению с началом года. Вследствие нескольких факторов, таких как: рост резервных отчислений, высокий уровень операционных расходов (Cost-to-Income – 0.74x), а также сокращение recovery от продажи проблемных кредитов, Петрокоммерц по итогам полугодия зафиксировал чистый убыток на сумму 1.5 млрд руб., что в конечном итоге негативно сказалось на уровне достаточности капитала 15.6% (-2.4 п.п. к началу года). В качестве сильной стороны Петрокоммерца можно отметить, что рост бизнеса банка традиционно финансируется преимущественно за счет привлеченных средств клиентов, при этом банк сохраняет достаточно сбалансированную структуру фондирования. Так по итогам полугодия изменения коснулись лишь структуры оптового фондирования, но не его объема: снижение долговых обязательств на 2,3 млрд по сравнению с 2012 г. было замещено привлечением банковских депозитов на 2.9 млрд руб., что в конечном итоге не повлияло на уровень долговой нагрузки (Опт.Фондир./Активы на 0,13x).

Рублевые выпуски Петрокоммерца оценены справедливо: их спреды составляют порядка 300 бп к кривой ОФЗ, что дает премию порядка 50 бп к выпускам НОМОС Банка и Промсвязьбанка.

КБ Восточный Экспресс (-/В1/-): умеренно негативные показатели отчетности за 1П13 г., выпуски предлагают неплохую премию

В конце прошлой недели КБ Восточный Экспресс (далее ВЭ) представил консолидированные финансовые результаты по международным стандартам за 1П13 г, которые мы оцениваем как умеренно негативные. По итогам 1П13 г. темпы роста валового кредитного портфеля составили 10%, что является довольно скромным результатом, учитывая специализацию банка и результаты лидеров сегмента. Катализатором роста кредитного портфеля по-прежнему остается потребительское кредитование (+23.2% к началу года), доля в структуре портфеля которого выросла до 58% (+6 п.п.), преимущественно за счет снижения доли кредитных карт до 20%. (-5 п.п.) Бурный рост кредитования в 2012 г. при довольно слабой работе риск-менеджмента стали причиной ключевой проблемы – снижения качества портфеля - для розничных банков в 2013 г. ВЭ не стал исключением, в 1П13 г. NPL 90+ выросла до 10% (+3.4 п.п.) по сравнению с началом года, а с учетом NPL 90+ с корректировкой на списания показатель составил порядка 12.6%. Рост просрочки потребовал от банка начисления дополнительных резервов, что в конечном итоге отобразилось в чистый убыток по итогам 1П13 г. в размере 363 млн руб. Стоит отметить, что риск-менеджмент проводит довольно мягкую политику резервирования - коэффициент покрытия резервами сохранился на уровне 0.9x. К сильным же сторонам банка можно отнести сохраняющийся высокий уровень чистой процентной маржи 18.7% (+0.8 п.п. к 2П12г.), что характерно для розничных банков, а также ожидаемый рост уровня достаточности капитала (14.5% в 1П13 г.) за счет размещения суборда на сумму 100-150 млн долл. в 3 квартале 2013 г.

Наиболее ликвидные выпуски Восточный Экспресс БО-4 (YTM 10.48% / D 1.78г.) и Восточный Экспресс БО-10 (YTM 9.91% / D 1.2г.) торгуются со спредом в районе 390-410 бп. к ОФЗ, предлагая к выпускам Банка Русский Стандарт (В+/Ва3/В+) премию в размере 90-110 бп., а к ХКФ Банку (-/Ва3/-) – 120-140 бп. На наш взгляд, это выглядит адекватной платой за более низкий рейтинг и масштаб бизнеса банка, поэтому выпуски ВЭ могут быть интересны для инвесторов.

Финансовые показатели Банк Петрокоммерц по МСФО

млн. руб.	1П13	2П12
Процентные доходы	9 838	9 035
Чист. %%% доходы	4 173	3 923
Чистые %%% доходы после резерва	698	1 688
Комиссионный доход	931	1 081
Чистая прибыль	(1 582)	(252)
Ликвидная позиция и размещенные депозиты	39 759	29 700
Вложения в ценные бумаги	25 022	20 270
Чист. осудная задолженность	156 034	153 795
ВСЕГО АКТИВЫ	239 119	221 936
Капитал	29 275	30 940
Оптовое фондирование	30 793	29 969
Средства клиентов	172 690	153 698
Достаточность капитала 1 уровня	12.6%	14.7%
Достаточность капитала	15.6%	18.0%
Чистая %%% маржа	4.7%	4.8%
Опт. Фондир. (Долг+МБК) / Активы	0.13	0.14
Cost-to-income	0.74	0.80
NPL 90+/Кред. портфель	-	-
Резервы/Кредитный портфель	11.9%	11.7%
Резервы/NPL 90+	-	-

Источник: Данные компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Финансовые показатели КБ Восточный Экспресс по МСФО

млн. руб.	1П13	2П12
Процентные доходы	27 874	22 911
Чист. %%% доходы	18 229	15 051
Чистые %%% доходы после резерва	6 444	8 868
Комиссионный доход	(35)	41
Чистая прибыль	(363)	2 411
Ликвидная позиция и размещенные депозиты	15 845	20 661
Вложения в ценные бумаги	14 893	10 941
Чист. осудная задолженность	188 121	176 500
ВСЕГО АКТИВЫ	234 189	222 854
Капитал	25 761	27 682
Оптовое фондирование	21 312	24 825
Средства клиентов	179 356	167 087
Достаточность капитала	14.5%	14.6%
Чистая %%% маржа	18.7%	17.9%
Опт. Фондир. (Долг+МБК) / Активы	0.09	0.11
Cost-to-income	0.34	0.31
NPL 90+/Кред. портфель	10.0%	6.6%
Резервы/Кредитный портфель	9.1%	6.2%
Резервы/NPL 90+	90.6%	93.0%

Источник: Данные

Первичный рынок

Первичный рынок

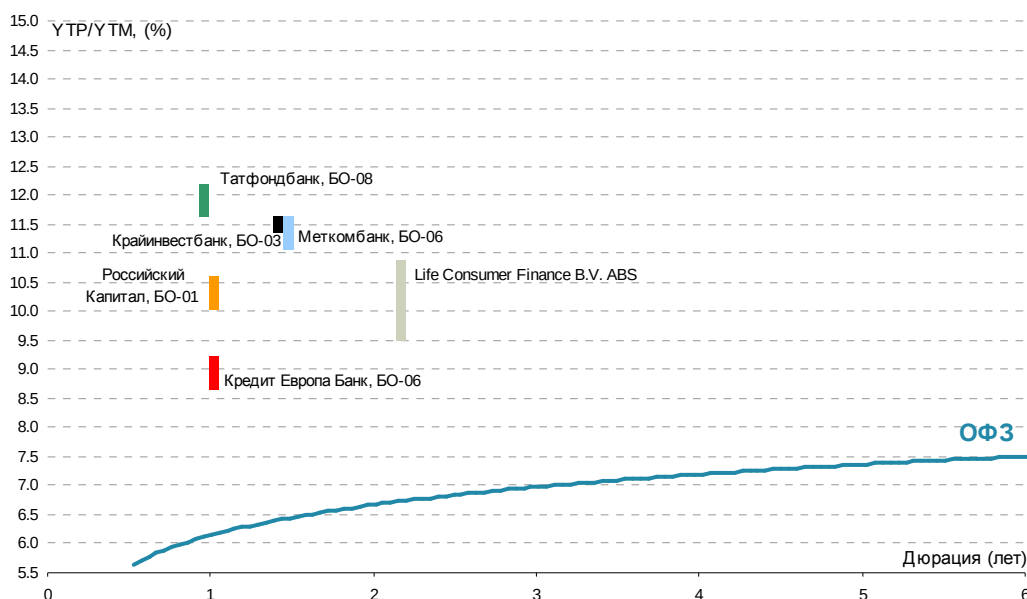
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем размещения, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Заккрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Кредит Европа Банк, БО-06	- / Ba3 / BB-	да	5 000	8.68-9.20	03.09.2013	05.09.2013	нет / 1 г.	1 г. / 5 лет
Российский Капитал, 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
Мехтопэнергобанк, 01	B / - / -	да	1 500	н/д / 100%	11.57-12.10	11.83	29.08.2013	нет / 1 г.
ПрофМедиа Финанс, БО-03	B+ / - / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	10.67	29.08.2013	нет / 1.85 г.
ПрофМедиа Финанс, БО-04	B+ / - / -	да	1 000	н/д / 100%	н/д	10.67	29.08.2013	нет / 1.85 г.
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+ / Ba1 / 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	9.05	1.43	Одно из самых доходных предложений среди качественных заемщиков рейтинговой категории В+/ВВ-, сильный операционный профиль и кредитные метрики материнской компании
НПК, БО-02		101.48	9.05	1.43	
Газпром нефть, 08	BBB- / Baa3 / -	102.15	7.90	2.22	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	7.93	2.22	
ГТЛК, 01	BB- / - / -	102.10	10.69	2.17	Наиболее доходное предложение среди финансовых компаний с госучастием на рынке
ГТЛК, 02		102.10	9.35	2.18	
Русский Стандарт, БО-02	B+ / Ba3 / B+	101.17	9.27	1.42	Доходное предложение среди частных банков категории В+/ВВ-, более 50-80 бп премии к выпускам ХКФ Банка
Русский Стандарт, БО-03		101.10	9.93	0.96	
Восточный Экспресс Банк, БО-07	- / Ba1 / BBB+	100.50	10.49	3.90	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	- / - / B	100.00	11.72	2.26	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 02.09.2013

ЕВРООБЛИГАЦИИ

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Цена послед. сделки	УТW	Дюрация	Комментарий
VTB'17	BBB / Baa1 / BBB	104.34	4.67	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)		105.34	4.97	3.96	
VTB'18 (6.875)		106.89	5.21	4.07	
VTB'20		103.22	5.99	5.67	
RCCF'17	B+ / B2 / B	99.14	8.10	2.47	Выпуск интересен для buy&hold с учетом относительно небольшой дюрации и предлагаемой доходности
GPBRU'19 (sub)	BB+ / Ba1 / -	106.39	5.90	4.67	Интересная идея в сегменте субординированного долга: выпуск предлагает премию к срршему выпуску GPBRU'17 около 100 бп и имеет потенциал сужения спреда на уровне 30-40 бп
RSHB'21 (sub)	- / Baa2 / BBB-	99.58	6.16	2.53	Широкая премия около 200 бп к собственным старшим выпускам с большей дюрацией
FESHU'18	BB- / - / B+	89.82	10.83	3.82	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
FESHU'20		89.76	10.95	4.93	
EVRAZ'17	B+ / B1 / BB-	101.06	7.06	3.17	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		106.90	7.70	3.76	

Данные в таблице по состоянию на 02.09.2013

Инвестиционный Департамент

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

Начальник Департамента

Зам.начальника Департамента

Кирилл Копелович
Константин Поспелов

kopelovich@zenit.ru
konstantin.pospelov@zenit.ru

Управление продаж

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

Юлия Шабанова
Максим Симагин
Александр Валканов
Юлия Паршина

j.shabanova@zenit.ru
m.simagin@zenit.ru
a.valkanov@zenit.ru
y.parshina@zenit.ru

Аналитическое управление

Акции
Облигации

research@zenit.ru
firesearch@zenit.ru

Макроэкономика
Макроэкономика/кредитный анализ
Кредитный анализ
Количественный анализ
Акции

Владимир Евстифеев
Кирилл Сычев
Евгений Чердаков
Дмитрий Чепрагин
Евгения Лобачева

v.evstifeev@zenit.ru
k.sychev@zenit.ru
e.cherdakov@zenit.ru
d.chepragin@zenit.ru
eugenia.lobacheva@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала

Рублевые облигации

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

ibcm@zenit.ru
d.ruchkin@zenit.ru
a.pashkevich@zenit.ru
f.akhmetova@zenit.ru
m.nikishova@zenit.ru
vera.panova@zenit.ru
a.basov@zenit.ru
e.gashigullina@zenit.ru

Департамент доверительного управления активами

Брокерское обслуживание

Тимур Мухаметшин
Иван Рыжиков

t.mukhametshin@zenit.ru
i.ryzhikov@zenit.ru

Доверительное управление активами

Яков Петров

y.petrov@zenit.ru

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

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

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

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2013 Банк ЗЕНИТ.