

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Корпоративные события

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

#### Внешэкономбанк (ВЭБ/Ваа1/ВВВ): слабые финансовые результаты за 4К13 г., рублевые выпуски смотрятся интереснее

Вчера Внешэкономбанк (далее ВЭБ) раскрыл консолидированные финансовые данные по МСФО за 4К13 г., которые, на наш взгляд, выглядели слабее по сравнению с другими первоклассными заемщиками, а также с результатами ВЭБа за 3К13 г. После рекордного всплеска чистой прибыли в 3К13 г. (42 млрд руб.), вызванного продажей ценных бумаг и переоценкой финансовых инструментов (61 млрд руб.), по итогам 4К13 г. ВЭБ зафиксировал внушительный чистый убыток (-35 млрд руб.), который дал негативную проекцию на все кредитные метрики. Помимо разового эффекта от продажи ценных бумаг существенное давление на конечный результат также оказала переоценка валютных статей в связи с сложной экономической ситуацией (-12 млрд руб. в 4К13г.), возросший уровень резервных отчислений, что может быть вызвано ухудшением качества активов в 4К13 г., а также операционных расходов, которые увеличились в терминах Cost-to-Income с 0.5x до 0.6x (без учета доходов от продажи ценных бумаг). Отрицательный финансовый результат по итогам 4К13 г. нашел свое негативное отражение на рентабельности ВЭБа (ROaE -23.5%), кроме того, на уровне достаточности капитала (Total capital ratio -10.4%), который на фоне сдержанного роста активов (+2.7% кв/кв) приблизился вплотную к пороговому значению, установленному регулятором. С точки зрения динамики роста бизнеса ВЭБ также смотрелся заметно хуже других крупных госбанков. Темпы роста чистого кредитного портфеля составили порядка 4% кв/кв, что было обусловлено в первую очередь увеличением в сегменте проектного финансирования (+13% кв/кв). К условным рискам ВЭБа можно по-прежнему отнести сохраняющуюся высокую зависимость от финансирования со стороны государства, что конечно объясняется спецификой бизнеса и его функционалом. Так с учетом госсредств уровень долговой нагрузки в терминах Опт.Фондирование/Активы превысил 0.5x.

Стоит сказать, что по итогам 1К14 г. сложно будет ожидать существенного улучшения результатов банка, так как текущая ситуация на Украине окажет негативное влияние на финансовые показатели и положение ВЭБа, причем не только на российские активы, но и в первую очередь на результатах деятельности украинского актива, ПАО Проминвестбанк, который по итогам 2013 г. занимал 4.7% всех активов. На текущий момент сложно оценить эффект воздействия на результатах ВЭБа.

В качестве позитивного момента можно отметить, что на текущий момент ВЭБ ведет переговоры о получении рефинансирования в ЦБ под залог кредитов на инвестпроекты, экспортных контрактов и даже нерыночных активов. Переговоры находятся на начальной стадии, но в случае их успешного завершения, это даст поддержку не только финансовым показателям ВЭБа, но и возможно положительно отразится на бумагах госкорпорации.

На рынке еврооблигаций бумаги ВЭБ торгуется со средним спредом к суверенной кривой в размере 170 бп., предлагая при этом 60-70 премии к бумагам Сбербанка. Несмотря на это, на наш взгляд, более предпочтительно смотрятся бумаги ВТБ, которые к кривой ВЭБа предусматривают дополнительные 20-30 бп. На рублевом рынке наблюдается обратная ситуация, бумаги ВЭБа смотрятся более интересно, торгуясь со средним спредом к ОФЗ в размере 120-130 бп., что составляет 20 бп. премии к выпускам ВТБ.

#### Финансовые показатели ВЭБ по МСФО

млн. руб.	4К13	3К13
Процентные доходы	64754	52700
Чист. %% доходы	27372	24929
Чистые комиссионный доходы	2888	1709
<b>Чистая прибыль</b>	<b>-35121</b>	<b>42805</b>
Ликвидная позиция	276291	260161
Вложения в ценные бумаги	525613	495105
Чист. ссудная задолженность	1847039	1776600
<b>ВСЕГО АКТИВЫ</b>	<b>3313958</b>	<b>3226092</b>
<b>Капитал</b>	<b>576859</b>	<b>618463</b>
Оптовое фондирование	628435	582180
Задолженность перед Правительством и ЦБ	980980	1034765
Средства клиентов	403292	382640
Достаточность капитала	10.4%	10.9%*
Чистая % маржа	4.7%	4.4%
Опт. Фондир. (Долг+МБК) / Активы	0.49	0.50
Cost-to-income	0.60	0.16
Резервы/Кред. портфель	13.6%	12.6%
ROaE	-23.5%	28.1%

Источник: Данные компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Корпоративные события

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

## ФосАгро (BВВ-/Ваа3/ВВ+): нейтральный операционный отчет за 1К14, бумаги компании выглядят малоинтересно

Вчера ФосАгро, входящий в число крупнейших мировых производителей фосфорсодержащих удобрений, опубликовал операционный отчет по итогам 1К14. Мы нейтрально оцениваем раскрытые показатели. В течение всего 1К14 компания поддерживала близкий к 100% уровень загрузки мощностей, в результате общее производство удобрений выросло на 5.2% г/г (до 1 604 тыс. т), в том числе рост выпуска для фосфорсодержащих удобрений составил 4.3% г/г (до 1 230 тыс. т), для азотных удобрений – 7.8% г/г (до 374 тыс. т). В то же время, продажи удобрений в 1К14 выросли лишь на 0.6% г/г (до 1 641 тыс. т), при этом сокращение отгруженных покупателям объемов фосфорсодержащих удобрений на 6.2% г/г (до 1 215 тыс. т) было компенсировано увеличением продаж азотных удобрений на 26.8% г/г (до 426 тыс. т). Как отмечает компания, в 2014 г. негативное влияние решения Уралкалия (BВВ-/Ваа3/ВВ-) о разрыве сотрудничества в рамках БКК на рынок практически прекратилось и происходит нормализация цен по основным фосфорсодержащим удобрениям. Цены на ДАФ/МАФ в 1К14 начали активно восстанавливаться после локального минимума в 4К13, а на рынках калия и NPK также наблюдалась ценовая стабилизация. С учетом динамики продаж ФосАгро, мы полагаем, что в 1К14 стоит ожидать снижения выручки компании в пределах 5-10% г/г, тогда как сокращение EBITDA может составить 15-20% г/г.

Дебютный евробонд компании PHORRU'18 по итогам кризисных распродаж в начале марта показал весьма неплохую динамику в терминах спрэда. Спрэд бумаги к кривой UST расширились примерно на 70 бп, что было лучше рынка в целом, тогда как среди производителей удобрений PHORRU'18 и EUCHEM'17 показали примерно одинаковое расширение спрэда и выглядели хуже по сравнению с евробондом Уралкалия, который расширил спрэд только на 40 бп. Текущий спрэд PHORRU'18 к UST составляет 400-410 бп, его значение расширилось на 20-30 бп за последние 2 недели. С одной стороны, выпуск URKARM'18 с начала мартовских распродаж показал опережающую динамику восстановления и вряд ли сохраняет существенный потенциал роста «выше рынка», с другой – PHORRU'18 торгуется с весьма небольшой премией чуть более 20 бп к URKARM'18, что, с учетом заметно лучших кредитных метрик Уралкалия, на наш взгляд, снижает привлекательность бумаг ФосАгро в текущих условиях.

## Ключевые операционные показатели ФосАгро за 2013 г.

Производство, тыс. тонн	1К14	1К13	%
Апатитовый концентрат	2 009	1 972	1.9%
Нефелиновый концентрат	162	254	-36.2%
<b>Фосфорсодерж. удобрения</b>	<b>1 230</b>	<b>1 179</b>	<b>4.3%</b>
в том числе ДАФ/МАФ	571	530	7.7%
NPK	499	434	15.0%
Сульфоаммофос	58	113	-48.7%
ЖКУ	29	25	16.0%
КМКФ	65	62	4.8%
Сульфат калия	8	15	-46.7%
<b>Азотные удобрения</b>	<b>374</b>	<b>347</b>	<b>7.8%</b>
в том числе САФУ	-	-	-
Аммиачная селитра	122	113	8.0%
Карбамид	252	234	7.7%
<b>Продажи, тыс. тонн</b>	<b>1К14</b>	<b>1К13</b>	<b>%</b>
Апатитовый концентрат*	714	766	-6.8%
Нефелиновый концентрат	159	252	-36.9%
<b>Фосфорсодерж. удобрения</b>	<b>1 215</b>	<b>1 295</b>	<b>-6.2%</b>
в том числе ДАФ/МАФ	567	614	-7.7%
NPK	470	428	9.8%
Сульфоаммофос	81	162	-50.0%
ЖКУ	26	17	52.9%
КМКФ	63	56	12.5%
Сульфат калия	8	18	-55.6%
<b>Азотные удобрения</b>	<b>426</b>	<b>336</b>	<b>26.8%</b>
в том числе САФУ	-	-	-
Аммиачная селитра	143	119	20.2%
Карбамид	283	217	30.4%
<b>ВСЕГО УДОБРЕНИЙ</b>	<b>1 641</b>	<b>1 631</b>	<b>0.6%</b>
в т.ч. пр-во ОАО «Апатит»	873	1 018	-14.2%
доля пр-ва ОАО «Апатит»	53.2%	62.4%	-9.2 пп

\* реализация вне шим покупа телям

Источник: Данные Компании,  
расчеты Банка ЗЕНИТ

## Первичный рынок

## Первичный рынок: корпоративные выпуски

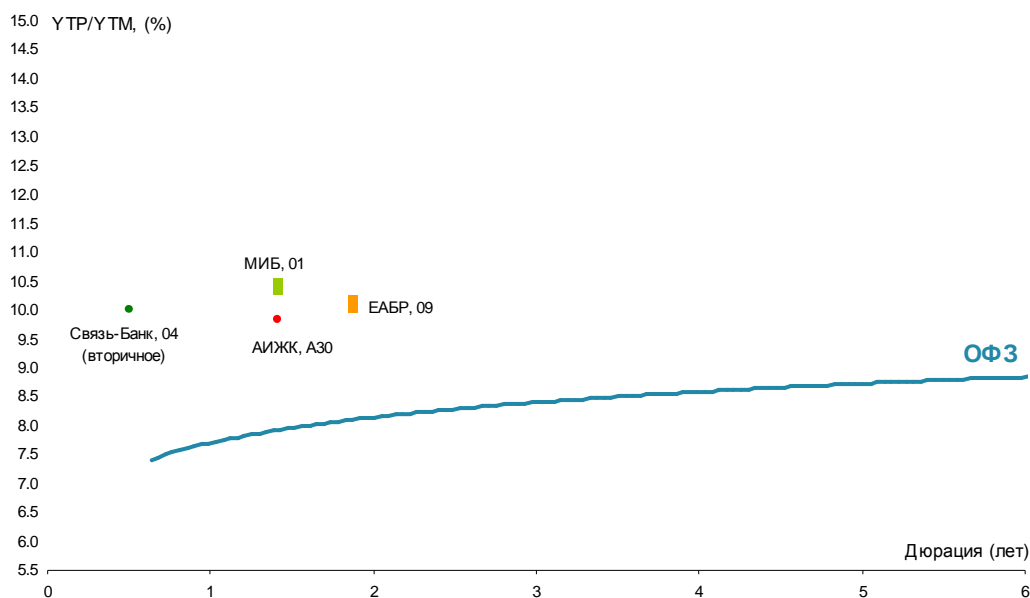
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Связь-Банк, 04 (вторичное)	BB / - / BB	да	до 5 000	не более 9.99	24.04.2014	25.04.2014	нет / 0.5 г	0.5 г / 8 лет
Национальный капитал, БО-06	NR	нет	1 000	н/д	23.04.2014	28.04.2014	н/д	н/д / 5 лет
Национальный капитал, БО-07	NR	нет	1 000	н/д	23.04.2014	28.04.2014	н/д	н/д / 5 лет
АИЖК, АЗ0	BBB / Baa1 / -	да	6 000	9.83	22.04.2014	28.04.2014	нет / 1.41 г	1.5 г / 19 лет
УНГП-Финанс, БО-03	NR	нет	5 000	н/д	24.04.2014	29.04.2014	н/д	н/д / 7 лет
МИБ, 01	- / - / BBB-	да	2 000	10.25-10.51	25.04.2014	29.04.2014	нет / 1.43 г	1.5 г / 10 лет
ЕАБР, 09	BBB / A3 / -	да	5 000	9.99-10.25	25.04.2014	30.04.2014	нет / 1.86 г	2 г / 7 лет

Цветом выделены выпуски, по которым идет сбор заявок

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Последние размещения: корпоративные выпуски

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещенный объем, млн. руб.	Bid cover/Размещ объем	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Фактическая УТР/УТМ, % годовых	Дата размещения	Амортизация/Дюрация
Разгуляй-Финанс, БО-03	NR	нет	450	0.45 / 45%	Конкурс	13.00	22.04.2014	нет / 0.5 г
Трансфин-М, БО-26	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.78	17.04.2014	нет / 4 г
Банк ЗЕНИТ, БО-07 (вторичное)	- / Ba3 / BB-	да	1 907	1.4 / 100%	10.51	10.51	16.04.2014	нет / 1 г
ВЭБ-Лизинг, 03 (вторичное)	BBB / - / BBB	да	1 654	4.6 / 100%	не более 9.72	9.56	16.04.2014	нет / 1 г
Полипласт, БО-01	NR	нет	1 000	н/д / 100%	13.69-14.22	13.96	15.04.2014	нет / 1.40 г
Вейл Финанс, 01	NR	нет	8 000	н/д / 100%	н/д	8.94	19.03.2014	нет / 4.15 г.
Хорус Финанс, 01	NR	нет	5 000	н/д / 100%	13.42-14.49	13.42	12.03.2014	нет / 3.82 г
Банк ЗЕНИТ, БО-11	- / Ba3 / BB-	да	6 000	н/д / 100%	9.73-9.99	9.99	06.03.2014	нет / 1.43 г
Номос-Банк, БО-04	- / Ba3 / BB-	да	5 000	н/д / 100%	9.20-9.62	9.52	28.02.2014	нет / 1 г
Трансфин-М, БО-22	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.25	25.02.2014	нет / 2.66 г
Трансфин-М, БО-23	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.25	25.02.2014	нет / 2.66 г
Роснефть, БО-01	BBB / Baa1 / BBB-	да	15 000	н/д / 100%	н/д	9.10	18.02.2014	нет / 4.13 г.
Роснефть, БО-07	BBB / Baa1 / BBB-	да	20 000	н/д / 100%	н/д	9.10	18.02.2014	нет / 4.13 г.
Бинбанк, БО-04	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	12.36-12.89	12.36	14.02.2014	нет / 1 г.
Совкомбанк, БО-01	B / B2 / -	да	2 000	н/д / 100%	12.36-12.89	12.36	13.02.2014	нет / 0.50 г.
Фарго Финанс, 01	NR	нет	6 000	н/д / 100%	н/д	9.20	12.02.2014	нет / 4.13 г.



# Инвестиционный Департамент

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

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

## Управление продаж

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

<b>Аналитическое управление</b>	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>
	Фарида Ахметова	<a href="mailto:f.akhmetova@zenit.ru">f.akhmetova@zenit.ru</a>
	Марина Никишова	<a href="mailto:m.nikishova@zenit.ru">m.nikishova@zenit.ru</a>
	Вера Панова	<a href="mailto:vera.panova@zenit.ru">vera.panova@zenit.ru</a>
	Алексей Басов	<a href="mailto:a.basov@zenit.ru">a.basov@zenit.ru</a>
	Екатерина Гашигуллина	<a href="mailto:e.gashigullina@zenit.ru">e.gashigullina@zenit.ru</a>

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

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

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

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