

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Дмитрий Чепрагин
d.chepragin@zenit.ru

 Кирилл Сычев
k.sychev@zenit.ru

Сбербанк (-/Baa1/BBB): неплохая отчетность за 1K14 г. на фоне отраслевого спада, бумаги оценены справедливо и не предлагают особых идей

Вчера ОАО «Сбербанк» опубликовал консолидированные финансовые результаты по МСФО за 4K13 г. Напряженность в Украине, вызвавшая ослабление курса рубля и отток иностранного капитала, вкупе с замедлением российской экономики определили основной вектор финансовых отчетов в 1K14 г. в банковском секторе. Сбербанк столкнулся со схожими проблемами, что и отчитавшийся ранее ВТБ: возросший уровень NPL, как следствие, рост резервов и существенное сокращение чистой прибыли. Но на фоне второго крупнейшего банка Сбербанк выглядел заметно лучше, так уровень просроченной задолженности хоть и вырос до 3.2% (+0.3 п.п.), но при этом текущие уровни и темпы роста NPL были заметно ниже, чем у ВТБ (5.8%; +0.9 п.п. кв/кв), тем более что коэффициент покрытия резервами перекрывал просрочку в 1.5 раза. Отметим, что показатель NPL был частично «размыт» за счет неплохих темпов роста чистого кредитного портфеля, которые по итогам 1K14 г. превысили показатели ВТБ (5% кв/кв) и составили 6.4%. Основу роста по-прежнему обеспечивает флагманский сегмент корпоративного кредитования (+6% кв/кв), при этом розница росла более сдержанно (+3.2% кв/кв). Возросший уровень просрочки негативно сказался на показателе стоимости риска и потребовал от банка доначисления резервов, которые в итоге стали ключевой причиной снижения чистой прибыли. Cost of risk по итогам 1K14 г. составил 2.2% (ВТБ – 2.8%), по прогнозам руководства возможен его дальнейший рост, а чистая прибыль сократилась на 22.2% кв/кв до 72.9 млрд руб. (ВТБ – 0.4 млрд руб.). Более выигрышно по сравнению с показателями ВТБ Сбербанк смотрится и с точки зрения эффективности. Рентабельность по капиталу хоть и оказалась ниже прогнозных значений банка (15.4% в 1K14 г.), но все равно, учитывая текущую конъюнктуру рынка, на наш взгляд, смотрится неплохо, тем более, что у ВТБ данный показатель не превысил 1%. Схожая ситуация наблюдалась и с уровнем чистой процентной маржи, которая по итогам 1K14 г. снизилась до 5.7% (ВТБ – 4.5%), но в тоже время все же сохранилась в рамках прогноза на 2014 г. Также стоит отметить, что в отличие от ВТБ (Total capital ratio – 14.0%, Tier 1 – 10.3%) Сбербанку удалось ограничить существенное сокращение уровня достаточности как совокупного капитала до 13.3% (-0.1 п.п. кв/кв), так и 1 уровня до 10.4% (-0.2 п.п. кв/кв). Хотя в скором времени вопрос по поводу контроля уровня достаточности капитал может отойти на второй план, учитывая, что государство планирует докапитализировать системообразующие банки через конвертацию субординированных кредитов в привилегированные акции, в капитал 1-го уровня.

Несмотря на стабилизацию геополитического конфликта бумаги Сбербанка на рынке еврообондов по-прежнему не предлагают особых идей, торгуясь со средним спрэдом к суверенной кривой в размере 100 бп., при этом премия к субордам сохраняется в районе 70 бп., а дисконт к бумагам ВТБ также поддерживается на уровне 70-80 бп.

Финансовые показатели ОАО «Сбербанк» по МСФО

млрд. руб.	1K14	4K13
Процентные доходы	414.2	400.9
Чист. % доходы	239.6	238.9
Чистый комиссионный доход	58.0	66.3
Чистая прибыль	72.9	93.7
Денежные средства и их эквиваленты	1457.8	1327.0
Вложения в ценные бумаги	2129.7	2141.2
Чист. ссудная задолженность	13760.2	12933.7
ВСЕГО АКТИВЫ	19109.6	18210.3
Капитал	1919.0	1871.7
Оптовое фондирование	3680.7	3463.8
Средства клиентов	12566.4	12064.2
Достаточность капитала 1 уровня	10.4%	10.6%
Достаточность капитала	13.3%	13.4%
Чистая % маржа	5.7%	6.1%
Опт. Фондир (Долг+МБК) / Активы	0.19	0.19
Cost-to-income	0.36	0.40
NPL 90+/Кред. портфель	3.2%	2.9%
Резервы/Кредитный портфель	4,7%	4,5%
Резервы/NPL 90+	147,2%	153,6%
ROaE	15,4%	20,4%

Источник: Данные компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

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

Лукойл (BBB-/Ваа2/BBB): слабый финансовый отчет по итогам 1K14, в бумагах компании по-прежнему не видим идей

Вчера Лукойл опубликовал финансовые и операционные результаты за 1K14, которые выглядят слабо. По итогам прошлого квартала выручка выросла на 5.7% г/г (до 35.7 млрд. долл.), тогда как EBITDA сократилась на 16.3% г/г (до 4 млрд. долл.), что привело к снижению рентабельности по EBITDA до самого низкого за последние несколько кварталов уровня в 11.2% (-2.9 пп г/г). Вдобавок к этому, по итогам 1K14 операционный денежный поток сократился на 14.3% г/г (до 3.3 млрд. долл.), а свободный денежный поток остался в небольшом плюсе только благодаря заметному снижению CAPEX. Долг Лукойла на конец 1K14 вырос на 12.5% к началу года (до 12.2 млрд. долл.), однако долговая нагрузка компании в терминах чистый долг / EBITDA LTM сохранилась на достаточно невысоком уровне, составив 0.5x.

Общая добыча углеводородов Лукойлом в 1K14 сохранилась, в целом, на уровне прошлого года, составив 199.3 млн. барр. нэ (+0.9% г/г), при этом добыча нефти выросла на 1.9% г/г (до 22.5 млн. тонн), тогда как добыча товарного газа упала на 4.4% г/г (до 5 млрд. кубометров), что было обусловлено временным сокращением добычи в Узбекистане. Впрочем, проблема падающей добычи остается актуальной для Лукойла: в 1K14 добыча на западносибирских месторождениях компании упала на 2.8% г/г (до 11.7 млн. тонн), а итоговой рост добычи был обеспечен благодаря M&A-сделкам прошлого года (покупка 100% акций «Самара-Нафта» и выкуп 50%-й доли в «Кама-Ойл»). Производство нефтепродуктов росло опережающими темпами и увеличилось на 2.6% г/г (до 15.4 млн. тонн).

Динамика финансовых результатов Лукойла в 1K14 была обусловлена рядом факторов, основное влияние оказало снижение цен на нефть и нефтепродукты, а также ослабление рубля по итогам прошлого квартала (компания продала 21.3% нефти и 16.2% нефтепродуктов на внутреннем рынке). Так, средняя цена на нефть для Лукойла в 1K14 составила 106.9 долл./барр. (-3.1 г/г) для экспортных поставок, тогда как средняя цена для стран ТС осталась на уровне прошлого года, составив 51 долл./барр., а цена внутреннего рынка снизилась на 1.5% г/г и составила 47.8 долл./барр. Средняя цена оптовых продаж нефтепродуктов на экспорт снизилась в 1K14 на 4.5% г/г (до 851.6 долл./тонна), а на внутреннем рынке цены упали сильнее. В оптовом звене сокращение составило 7.9% г/г (до 672.8 долл./тонна), в рознице – 8.1% г/г (до 971.8 долл./тонна). Сокращение цен Лукойл компенсировал за счет увеличения объемов отгрузок углеводородов, что помогло нарастить выручку, но, в то же время, привело к снижению операционной рентабельности. Так, продажи сырой нефти выросли почти в 1.5 раза г/г (до 13.1 млн. тонн), причем рост показали все направления (экспорт – на 40.8% г/г, поставки в страны ТС – на 39.6% г/г, на внутренний рынок – почти удвоились г/г). В то же время, продажи нефтепродуктов показали небольшой прирост (на 2.8% г/г), сопоставимый с ростом переработки, в основном благодаря росту продаж на международном рынке на 4.2% г/г.

Свободный денежный поток Лукойла по итогам 1K14 составил всего 179 млн. долл. (впрочем, по итогам 1K13 он и вовсе был отрицательным), что произошло из-за сокращения чистого операционного денежного потока на 14.3% г/г (до 3.3 млрд. долл.). Наличие положительного свободного денежного потока было обеспечено за счет снижения капитальных расходов почти на четверть г/г – до 3.1 млрд. долл., при этом в относительном выражении CAPEX сохранился на уровне 0.8x EBITDA. Долг Лукойла вырос к концу 1K14 вырос на 12.5% к началу года и составил 12.2 млрд. долл., при этом краткосрочные обязательства снизились до 10.8% (против 12.4% на начало года). Чистый долг рос немного более медленными темпами (на 10.1% к началу года), поскольку часть привлеченных средств не была израсходована и осела на счетах компании, что привело к увеличению запаса ликвидных активов на балансе на 23% к началу года (до 2.55 млрд. долл.). В результате, уровень долговой нагрузки Лукойла не изменился по сравнению с 4K13, сохранившись на достаточно комфортной отметке в 0.5x чистый долг / EBITDA LTM.

На наш взгляд, отчетность Лукойла за 1K14 не добавит компании позитива в глазах рейтинговых агентств, особенно достижение антирекорда по операционной рентабельности. В то же время, Лукойл сохраняет устойчивый кредитный профиль благодаря низкой долговой нагрузке и весьма комфортной временной структуре долга. Кроме того, S&P, уже снизила в конце апреля рейтинг Лукойла до BBB-/Neg, после аналогичного снижения суверенного рейтинга. В то же время, агентство Fitch

Ключевые финансовые показатели Лукойла по US GAAP за 1K14

млн. долл.	1K14	1K13	%
Выручка	35 681	33 770	5.7%
EBITDA	3 995	4 775	-16.3%
Операционная прибыль	2 655	3 378	-21.4%
Чистая прибыль	1 737	2 585	-32.8%
Рентабельность по EBITDA	11.2%	14.1%	-2.9 пп
Операционная рентабельность	7.4%	10.0%	-2.6 пп
Чистая рентабельность	4.9%	7.7%	-2.8 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	3 335	4 069	-18.0%
Чистый операцион. ден. поток	3 292	3 842	-14.3%
CAPEX (включая НМА)	3 113	4 065	-23.4%
Свободный денежный поток	179	(223)	-

млн. долл.	1K14	2013	%
Активы	112 287	109 439	2.6%
в т.ч. ден. ср-ва и финвлож.	2 563	2 075	23.0%
Долг	12 178	10 821	12.5%
доля краткосрочного долга	10.8%	12.4%	-1.6 пп
Чистый долг	9 625	8 746	10.1%
Капитал	80 567	78 855	2.2%
CAPEX+M&A	3 216	18 591	-
CAPEX/EBITDA	0.8x	0.8x	-
(CAPEX+M&A)/EBITDA	0.8x	1.0x	-
Долг/EBITDA LTM	0.7x	0.6x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	0.5x	0.5x	-
Долг/Капитал	0.2x	0.1x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика операционных результатов Лукойла за 1K14

	1K14	1K13	%
Добыча углевод-в, млн.барр.н.э.	199.3	197.6	0.9%
Добыча нефти, млн.тонн	22.5	22.1	1.9%
Добыча товарн. газа, млрд.куб.м.	5.0	5.3	-4.4%
Прив-во нефтепрод-в, млн. тонн	15.4	15.0	2.6%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

ограничилось ухудшением прогноза по рейтингу компании до негативного, что, опять же, стало отражением аналогичных изменений в суверенном рейтинге. Как следствие, мы не ожидаем каких-либо рейтинговых действий в отношении Лукойла, обусловленных непосредственно результатами компании. Впрочем, такие действия возможны в случае как отражение изменений в суверенных рейтингах России в случае дальнейшей эскалации, либо деэскалации украинского кризиса.

С начала марта, ознаменовавшегося началом распродаж, спровоцированных обострением украинского кризиса, короткие евробонды Лукойла (LUKOIL'17 и LUKOIL'18) выглядели чуть хуже рынка, расширив спрэд к кривой UST примерно на 40 бп (до 260-280 бп), тогда как длинные бумаги (LUKOIL'22 и LUKOIL'23) оказались в числе абсолютных лидеров, на сегодня полностью отыграв потери и сузив спрэд к UST на 10-30 бп (до 290-300 бп). В то же время, евробонды Лукойла выглядят сейчас не очень интересно, поскольку короткие выпуски торгуются на уровне близких по дюрации выпусков Роснефти (BBB-/Baa1/-), а длинные – с дисконтом 20-30 бп к Роснефти и 30-40 бп – к евробондам Газпром Нефти (BBB-/Baa2/BBB), что не добавляет интереса бумагам Лукойла.

МегаФон (BBB-/Baa3/BB+): нейтральный финансовый отчет за 1K14, бумаги компании оценены справедливо

Вчера МегаФон раскрыл ключевые операционные и финансовые результаты по итогам 1K14, которые мы оцениваем нейтрально. Так, выручка компании по итогам 1K14 выросла на 10.6% г/г (до 74.9 млрд. руб.), тогда как OIBDA практически не изменилась по сравнению с прошлым годом, составив 32.5 млрд. руб. (+0.4 пп г/г). В результате, рентабельность по OIBDA снизилась на 4.4 пп г/г – до 43.4%. Сумма задолженности МегаФона на конец 1K14 не сильно изменилась к началу года и составила 155.7 млрд. руб., в то же время, уровень долговой нагрузки снизился до 0.7x в терминах чистый долг/OIBDA LTM, что было связано с увеличением объема ликвидных активов на балансе компании.

Отметим, что рост выручки МегаФона по итогам прошлого квартала произошел благодаря расширению абонентской базы, которая достигла 67.6 млн. активных сим-карт (+7.9% г/г). Также свой вклад внесло и изменение структуры выручки в пользу быстрорастущего сегмента мобильной передачи данных: число абонентов в рамках сегмента росло опережающими темпами (на 18.3% г/г) и достигло почти 26 млн. пользователей, при этом ARPDU в 1K14 вырос почти на четверть г/г и достиг 207 руб., а объем DSU и вовсе удвоился г/г – до 2.5 Гб. В то же время, общий ARPU сохранился на уровне прошлого года (313 руб.), а MOU сотовой связи снизился на 7.1% г/г (до 273 мин.). Такая динамика показателей, как и снижение операционной рентабельности МегаФона были обусловлены рядом факторов, включая снижение маржинальности роуминга из-за ослабления рубля в 1K14, дополнительных затрат, связанных с обеспечением связью Олимпийских игр, а также консолидацию операционно-убыточного Скартела, начиная с 4K13. Тем не менее, раскрыв данные за 1K14, МегаФон подтвердил прогноз на 2014 г. в целом, предполагающий рост выручки на уровне 6-8% г/г, тогда как рентабельность по OIBDA должна составить «как минимум 44%».

Объем инвестиций компании по итогам 1K14 составил 8.4 млрд. руб., что в 2 раза больше суммы капложений 1K13. Вместе с тем, в относительном выражении CAPEX МегаФона также показал рост до 11.2% от выручки (против 6% в 1K13), но остался на невысоком уровне. Учитывая общий план по капзатратам в размере 58-64 млрд. руб. (или 18-20% от прогнозной выручки), очевидно, что объем CAPEX за 1K14 обусловлен неравномерностью расходования инвестиционного бюджета. По итогам 1K14 величина свободного денежного потока компании снизилась на 40.8% г/г, что было связано как с ростом CAPEX г/г, так и со снижением операционного денежного потока, который уменьшился на 5.6% г/г и составил 26.1 млрд. руб. Судя по всему, свободный денежный поток был направлен на пополнение ликвидности на балансе: объем денежных средств и депозитов к концу 1K14 вырос более чем на треть по сравнению с началом года и достиг 64.3 млрд. руб. Как уже было отмечено выше, величина задолженности МегаФона на конец 1K14 не сильно изменилась по сравнению с началом года: долг вырос на 3.1% г/г, при этом здесь, вероятно, в большей степени сказалась валютная переоценка портфеля, который примерно на треть сформирован за счет обязательств в USD и EUR. В то же время, чистый долг компании на конец 1K14 снизился на 11.5% к началу года (до 91.4 млрд. руб.), что было связано с увеличением объема ликвидных активов на балансе. В результате, долговая нагрузка МегаФона снизилась до 0.7x в терминах чистый долг/OIBDA LTM по сравнению с 0.8x на начало года.

Ключевые финансовые показатели МегаФона по МСФО за 1K14

млн. руб.	1K14	1K13	%
Выручка	74 876	67 724	10.6%
OIBDA	32 503	32 381	0.4%
Чистая прибыль	7 228	12 624	-42.7%
CAPEX	8 353	4 086	x2.0
Рентабельность по OIBDA	43.4%	47.8%	-4.4 пп
Чистая рентабельность	9.7%	18.6%	-9.0 пп
CAPEX/Выручка	11.2%	6.0%	5.1 пп
CAPEX/OIBDA	25.7%	12.6%	13.1 пп

млн. руб.	1K14	2013	%
Долг	155 680	151 037	3.1%
Денежные средства и депозиты	64 324	47 802	34.6%
Чистый долг	91 356	103 235	-11.5%
Долг/OIBDA LTM	1.2x	1.1x	-
Чистый долг/OIBDA LTM	0.7x	0.8x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика операционных показателей МегаФона по итогам 9M13

	1K14	1K13	%
Число активных абонентов, тыс.	67 627	62 675	7.9%
в т.ч. пользователей моб. интернета	25 958	21 946	18.3%
ARPU, руб.	313	314	-0.3%
MOU, мин.	273	294	-7.1%
ARPU, руб.	207	167	24.0%
DSU, Мбайт	2 489	1 301	91.3%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

В заключение отметим, что, на наш взгляд, опубликованные цифры за 1К14, в целом, нейтральны для кредитных рейтингов МегаФона. Напомним, что летом 2013 г. Fitch подтвердило рейтинг компании на уровне BB+/Stable, при этом отметив, что ее финансовый профиль соответствует рейтинговой категории BBB, а факторы, не позволяющие агентству присвоить такой рейтинг, не связаны с динамикой финансовых показателей. Что касается рейтингов МегаФона от S&P и Moody's, то они были подтверждены на уровне BBB-/Negative и Baa3/Negative еще в конце 2012 г. На наш взгляд, сохранение хороших темпов роста финансовых результатов в текущем году может подтолкнуть S&P, Moody's и, вероятно, Fitch к улучшению прогнозов по рейтингам МегаФона, однако это станет возможным только в случае полномасштабной деэскалации украинского кризиса, тогда как улучшение самого рейтинга, на наш взгляд, достаточно призрачна даже в этом случае.

В длинных выпусках компании (МегаФон Финанс 06 и 07) сейчас отсутствует какая-либо активность. В то же время, недавно размещенный короткий бонд МегаФон БО-04 торгуется со спрэдом около 140 бп к ОФЗ, что примерно на 50 бп шире, чем до начала распродаж, спровоцированных украинским кризисом. Бумага торгуется с небольшим дисконтом в 20-30 бп к близким по дюрации выпускам МТС (BB+/Ba2/BB+), что, скорее, свидетельствует о небольшой переоцененности бумаг МТС.

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

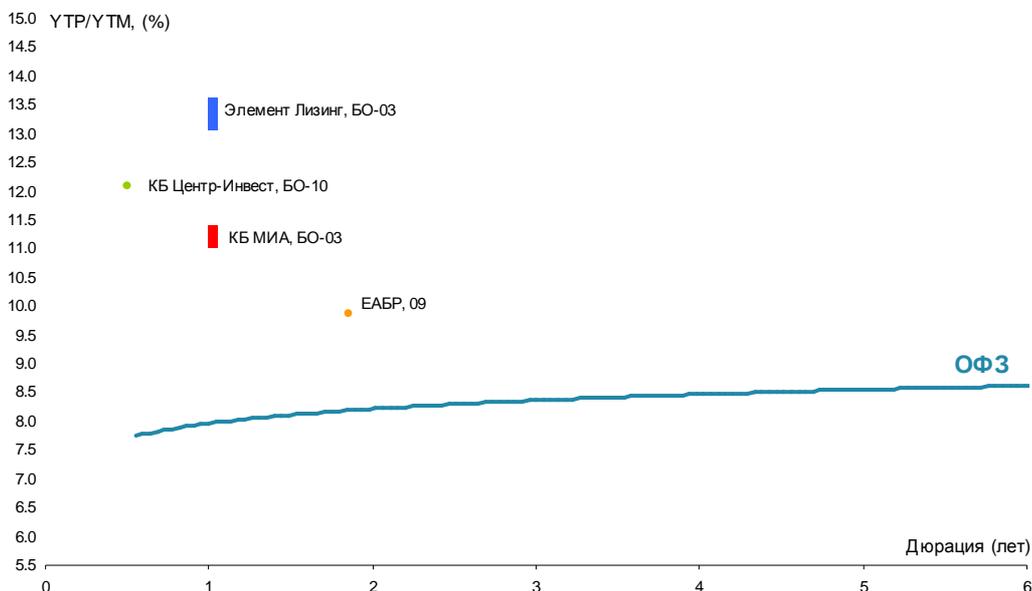
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
КБ Центр-Инвест, БО-10	- / Ва3 / -	да	3 000	12.10	22.05.2014	28.05.2014	нет / 0.5 г	0.5 г / 5 лет
ЕАБР, 09	BBB / А3 / -	да	5 000	9.88	27.05.2014	02.06.2014	нет / 1.86 г	2 г / 7 лет
Элемент Лизинг, БО-03	B / - / -	да	2 000	13.10-13.65	30.05.2014	03.06.2014	нет / 1 г	1 г / 5 лет
КБ МИА, БО-03	- / Ва2 / -	да	2 000	11.04-11.30	04.06.2014	06.06.2014	нет / 1 г	1 г / 3 г

Цветом выделены выпуски, по которым идет сбор заявок

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

Последние размещения: корпоративные выпуски

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещенный объем, млн. руб.	Bid cover/Размещ объем	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Фактическая УТР/УТМ, % годовых	Дата размещения	Амортизация/Дюрация
АИЖК, БО-02	BBB- / Ваa1 / -	да	5 000	н/д / 100%	10.27-10.60	10.00	27.05.2014	нет / 1.84 г
Башнефть, БО-05	- / Ва2 / BB	да	10 000	н/д / 100%	н/д	10.99	26.05.2014	нет / 3.68 г
Юникредит Банк, БО-21	BBB / Ваa2 / BBB+	да	10 000	н/д / 100%	10.04-10.25	9.94	23.05.2014	1 г / 5 лет
Газпромбанк, БО-08	BBB- / Ваa3 / BBB-	да	10 000	1.3 / 100%	9.99-10.25	9.99	23.05.2014	нет / 1 г
Мегафон, БО-04	BBB- / Ваa3 / BB+	да	15 000	4.0 / 100%	10.04-10.25	9.67	20.05.2014	нет / 1 г
ТД Спартак-Казань, БО-01	NR	нет	1 500	н/д / 100%	н/д	14.49	06.05.2014	нет / 1.4 г
ДельтаКредит, БО-06	- / Ваa3 / BBB+	да	5 000	н/д / 100%	10.62	10.62	06.05.2014	нет / 6.45 г
Связь-Банк, БО-02 (вторичное)	BB / - / BB	да	до 5 000	н/д / 44%	не более 9.99	9.99	05.05.2014	нет / 0.5 г
УНГП-Финанс, БО-03	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.25	29.04.2014	нет / 1.86 г
МИБ, 01	- / - / BBB-	да	2 000	3.2 / 100%	10.25-10.51	10.15	29.04.2014	нет / 1.43 г
Национальный капитал, БО-06	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	9.46	28.04.2014	нет / 4.1 г
Национальный капитал, БО-07	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	9.46	28.04.2014	нет / 4.1 г
АИЖК, А30	BBB / Ваa1 / -	да	6 000	н/д / 100%	10.26-10.69	9.83	28.04.2014	1.5 г / 19 лет
Связь-Банк, 04 (вторичное)	BB / - / BB	да	2 600	н/д / 100%	не более 9.99	9.99	25.04.2014	0.5 г / 8 лет
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)	- / Ва3 / BB-	да	1 907	1.4 / 100%	10.51	10.51	16.04.2014	нет / 1 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>

Начальник Департамента	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Константин Поспелов	konstantin.pospelov@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Виталий Киселев	v.kiselev@zenit.ru

Управление продаж

Валютные и рублевые облигации	Юлия Шабанова	j.shabanova@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Максим Симагин	m.simagin@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Александр Валканов	a.valkanov@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Юлия Паршина	y.parshina@zenit.ru

Аналитическое управление

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

Управление рынков долгового капитала

		ibcm@zenit.ru
Рублевые облигации	Денис Ручкин	d.ruchkin@zenit.ru
	Фарида Ахметова	f.akhmetova@zenit.ru
	Марина Никишова	m.nikishova@zenit.ru
	Вера Панова	vera.panova@zenit.ru
	Алексей Басов	a.basov@zenit.ru
	Екатерина Гашигуллина	e.gashigullina@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. © 2014 Банк ЗЕНИТ.