

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Корпоративные события

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

**РусГидро: позитивные результаты в финансовом отчете за 1П13; увеличение инвестиций во 2П13 не позволит компании снизить долговую нагрузку. Бумаги компании оценены справедливо.**

Вчера РусГидро (ВВ+/Вa1/ВВ+) опубликовала финансовую отчетность по итогам 1П13. Мы оцениваем раскрытые показатели позитивно: компания показала рост выручки, укрепление маржи и пополнила запас ликвидных активов на балансе. Выручка компании увеличилась на 7% г/г, в числе основных драйверов – рост в сегменте гидрогенерации (+22% г/г) на фоне увеличения выработки (+16% г/г), а также роста тарифов в нерегулируемом ценовом сегменте (+11-15% г/г). Компания фиксирует существенное увеличение выработки на фоне наводнения в Дальневосточном регионе, и пока не видит угроз безопасности своих активов (Зейская и Бурейская ГЭС), так же как и повышенных расходов на ремонт станций после завершения наводнения. EBITDA компании росла опережающими темпами, а рентабельность на различных уровнях прибыли возросла на 3-7 пп. Инвестиционная активность Русгидро была невысока: полугодовые капвложения составили 24.5 млрд руб. (-37% г/г), при этом свободный денежный поток компании вышел в положительную область и составил 7.4 млрд. руб. Компания довольно активно запасалась ликвидностью: в добавок к свободному денежному потоку её долг увеличился на 28 млрд руб., при этом все средства были направлены на банковские счета или на приобретение ликвидных активов. Причина этого в том, что уже во 2П13 Русгидро предстоит существенно увеличить расходы на капвложения: предстоящий во 2П13 CAPEX составит более 50 млрд руб., а отношение CAPEX / EBITDA, таким образом, увеличится до 1.2x. Финансирование этих инвестиций потребует от компании созданных в 1П13 сбережений, а отношение Ч.Долг/EBITDA по итогам года, по-видимому, сохранится на уровне 1.6-1.7x. График рефинансирования компании в течение ближайшего года выглядит довольно интенсивно: краткосрочный долг составляет порядка 75 млрд руб., что, учитывая предстоящее увеличение инвестиций, оставляет инвесторам высокие шансы увидеть компанию на первичном рынке в период восстановления благоприятной ценовой конъюнктуры.

На рублевом рынке наиболее ликвидные выпуски РусГидро 07/08 (YTP 8.43%/D 3.79) с дюрацией около 4-х лет дают спрэд к ОФЗ около 160 бп и не сильно отклоняются от прочих крупных заемщиков с госучастием в рейтинговой категории «ВВ». В то же время, спрэд РусГидро 07/08 к кривой ФСК на 3-летнем участке составляет порядка 30 бп, что, на наш взгляд, близко к справедливому уровню и не предполагает значительных перспектив дальнейшего ценового роста бумаг Русгидро. Относительно рублевого евробонда HYDRRM'15 (YTW 8.31 / D 1.96) отметим, что он торгуется с премией в 15-20 бп к бидам в локальных выпусках компании.

### Ключевые финансовые показатели РусГидро по МСФО за 1П13

млн. руб.	1П13	1П12	%
Выручка	161 869	151 155	7.1%
ЕБИТДА*	38 720	31 529	22.8%
Операционный (убыток)/прибыль	20 525	7 325	180.2%
Чистый (убыток)/прибыль	10 818	-436	-
Рентабельность по EBITDA	23.9%	20.9%	3.1 пп
Операционная рентабельность	12.7%	4.8%	7.8 пп
Чистая рентабельность	6.7%	-0.3%	7 пп
Операц. денеж.поток до изм. в ОК	39 015	32 033	21.8%
Чистый операцион. денеж. поток	30 916	24 459	26.4%
CAPEX	23 491	37 277	-37.0%
Свободный денежный поток	7 425	-12 818	-

млн. руб.	1П13	2012	%
Активы	894 657	854 267	4.7%
в т.ч. денежные средства	51 116	39 819	28.4%
Долг**	169 532	141 035	20.2%
Доля краткосрочного долга	44.2%	52.3%	-8.1 пп
Чистый долг	118 416	101 216	17.0%
Капитал	537 419	540 405	-0.6%
CAPEX/EBITDA	0.6x	1.2x	-
Долг/EBITDA LTM	2.4x	2.2x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	1.7x	1.6x	-
EBITDA/Процентные платежи	6.2x	6.3x	-
Долг/Капитал	0.3x	0.3x	-

\* показатель скорректирован на неденежные статьи

\*\* показатель без учета забалансовых обязательств

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Корпоративные события

Кирилл Сычев    Евгений Чердаков  
k.sychev@zenit.ru    e.cherdakov@zenit.ru**НМТП (ВВ-/Ва3) : слабая отчетность на фоне снижения грузооборота, риски рефинансирования растут, а облигации компании имеют более доходные альтернативы**

Вчера НМТП (ВВ-/Ва3/-), крупнейший российский портовый оператор, опубликовал финансовую отчетность по МСФО за 1П13. Раскрытые компанией данные выглядят довольно слабо: снижение выручки и рентабельности привело к увеличению долговой нагрузки и ухудшению срочной структуры долга.

Выручка НМТП в 1П13 снизилась на 14% г/г, почти полностью копируя динамику грузооборота. В частности, снижение выручки, в основном, было обусловлено уменьшением объема перевалки сырой нефти (-16% г/г) в результате запуска второй очереди ВСТО, а также резкого снижения объемов перевалки зерна (в 8.5 раз г/г) на фоне по-прежнему низких запасов и слабой активности экспортеров. Учитывая исключительно высокую долю постоянных расходов в себестоимости, снижение выручки НМТП почти полностью проецировалось на EBITDA, при этом рентабельность EBITDA компании снизилась на 5 пп. до отметки 54%. Снижение рентабельности на уровне чистой прибыли выглядело более драматично (-23 пп.), но это было обусловлено фактором валютной переоценки: в структуре долга компании по-прежнему преобладают валютные обязательства. Инвестиционная активность НМТП в отчетном периоде была привычно низка, а отношение капложений к EBITDA не превышало 0.1x. Это позволило НМТП завершить полугодие с положительным свободным денежным потоком, который был частично использован на погашение долга, а частично – остался на счетах компании. В итоге размер чистого долга НМТП с начала года снизился на 7%, но отношение Ч.Долг/EBITDA увеличилось с 3.4x на начало года до 3.6x на конец 1П13 благодаря снижению прибыли.

Среди значимых оттоков денежных средств, предстоящих во 2П13, можно выделить платежи в погашение долга (более \$40 млн) и дивидендные выплаты на \$14.2 млн, которые вряд ли заметно отразятся на показателях долговой нагрузки НМТП. Уже в 2014г. НМТП предстоят существенные долговые выплаты, составляющие более \$480 млн., что значительно превышает собственный денежный поток компании и, по-видимому, поставит перед НМТП вопрос о пролонгации или рефинансировании крупных кредитов. Это является ключевым вопросом также и с точки зрения кредитных рейтингов компании. Вместе с тем, позитивных рейтинговых действий в случае успешного рефинансирования кредитного портфеля ждать, по-видимому, не стоит. Долговая нагрузка НМТП для рейтинговых целей достаточно высока, кроме того, очень вероятно дальнейшее повышение левереджа в результате ухудшения показателей грузооборота. НМТП ожидает снижения грузооборота во 2П13 на 12% г/г, что, по нашему мнению, должно увеличить уровень долговой нагрузки компании ближе к отметке Ч.Долг/EBITDA 4x. Некоторую поддержку выручке и EBITDA компании должна оказать либерализация тарифов, намеченная на ближайшие месяцы, но менеджмент не дает прогнозы их возможного повышения, что на данном этапе затрудняет оценку влияния этого события на EBITDA, а соответственно, и возможную поддержку кредитному рейтингу компании.

Обращающийся на рынке выпуск НМТП БО-02 (по биду: YTM 8.4 / D 1.54 г.) торгуется со спрэдом около 220 бп к ОФЗ – примерно на уровне других частных эмитентов рейтинговой категории «ВВ-/ВВ». На наш взгляд, более привлекательной альтернативой бумагам НМТП по-прежнему являются выпуски НПК БО-01/02, предлагающие 50-70 бп премии к НМТП БО-02 при близкой дюрации. Отметим также, что НМТП и материнская компания НПК – Globaltrans (-/Ва3/ВВ) – обладают сопоставимыми кредитными рейтингами, при этом Globaltrans характеризуется заметно меньшим уровнем долговой нагрузки и, на наш взгляд, лучшими перспективами дальнейшего роста бизнеса.

**Ключевые финансовые показатели НМТП по МСФО за 1П13**

млн. долл.	1П13	1П12	%
Выручка	468	541	-13.5%
<i>в том числе стивидорные услуги</i>	<i>77.6%</i>	<i>80.4%</i>	<i>-3.5%</i>
EBITDA	252	319	-21.0%
Операционная прибыль	209	281	-25.5%
Чистая прибыль	14	141	-90.1%
Рентабельность по EBITDA	53.8%	58.9%	-5.1п
Операционная рентабельность	44.7%	51.8%	-7.2п
Чистая рентабельность	3.0%	26.1%	-23.1п
Операц. денеж. поток до измен. в ОК	253	323	-21.8%
Чистый операцион. денеж. поток	126	238	-47.1%
CAPEX	42	21	x2
Свободный денежный поток	84	218	-61.5%
млн. долл.	1П13	2П12	%
Активы	3 806	3 981	-4.4%
<i>в т.ч. денеж. ср-ва и депозиты</i>	<i>327</i>	<i>243</i>	<i>34.6%</i>
Долг*	2 216	2 271	-2.4%
<i>доля краткосрочного долга</i>	<i>15.3%</i>	<i>4.1%</i>	<i>+11.2п</i>
Чистый долг*	1 889	2 028	-6.9%
Капитал	1 234	1 328	-7.1%
CAPEX/EBITDA	0.2x	0.1x	-
Долг/EBITDA LTM	4.2x	3.8x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	3.6x	3.4x	-
EBITDA/Процентные платежи	4x	4.3x	-
Долг/Капитал	1.8x	1.7x	-

\* включая 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

## Северсталь: нейтральный финансовый отчет за 1П13, длинный евробонд компании выглядит интересно

Вчера Северсталь (BB+/Ba1/BV) опубликовала финансовую отчетность по МСФО за 1П13. Мы оцениваем раскрытые показатели нейтрально. По итогам 1П13 выручка компании сократилась на 8.9% г/г (до 6 736 млн. долл.), показатель EBITDA – на 27.2% г/г (до 909 млн. долл.), рентабельность по EBITDA в 1П13 снизилась до 13.5% (-3.4 пп г/г). Отметим, что масштабы сокращения финансовых результатов Северстали оказалась, в целом, в рамках ожиданий, а динамика показателей была обусловлена, прежде всего, дальнейшим снижением цен на металлургическое сырье и конечную продукцию. Так, несмотря на рост в 1П13 объемов реализации более маржинальных видов продукции в металлургическом сегменте (продажи проката выросли на 6.3% г/г, продукции конечного передела – на 6.6% г/г, тогда как отгрузки полуфабрикатов упали на 62.4% г/г), а также сохранения объемов продаж угля на уровне прошлого года и увеличения отгрузки окатышей на 6.6% г/г в рамках горнорудного сегмента, выручка Северстали сократилась, поскольку, как мы и предполагали, продемонстрированного компанией по итогам 1П13 увеличения физических объемов реализации было недостаточно для компенсации негативного влияния ценового фактора.

Средние цены реализации на различные виды проката и продукцию конечного передела российского дивизиона компании снизились в 1П13 на 10-15% г/г, тогда как снижение цен на прокат американских предприятий составило около 8% г/г. В рамках горнорудного сегмента, снижение цен на коксующийся концентрат составило 25% г/г, на железорудные окатыши – 7% г/г. С точки зрения показателей отдельных дивизионов, лучшие результаты были у российского металлургического дивизиона – выручка снизилась лишь на 7% г/г (до 4 123 млн. долл.), EBITDA – на 9.7% г/г (до 421 млн. долл.), тогда как выручка американских активов Северстали снизилась за тот же период на 12.7% г/г (до 1 883 млн. долл.), а EBITDA рухнула на 39.4% г/г (до 94 млн. долл.). Динамика показателей сырьевого дивизиона также была достаточно слабой: выручка снизилась на 13% г/г (до 1 390 млн. долл.), EBITDA – на 34.2% г/г (до 402 млн. долл.). Возвращаясь к консолидированным показателям, отметим, что на снижение операционной рентабельности, помимо фактора сокращения выручки, также повлияли более медленные темпы снижения себестоимости продаж (в 1П13 сократилась только на 4.5% г/г) и SG&A-расходов (снизились на 6.9% г/г).

Свободный денежный поток компании по итогам 1П13 снизился на 40.1% г/г и составил 103 млн. долл., что стало следствием снижения операционных доходов (чистый операционный денежный поток снизился на 19% – до 665 млн. долл.), негативное влияние которого на свободный денежный поток Северсталь частично компенсировала снижением капвложений. Так, величина CAPEX в 1П13 снизилась на 13.4% г/г, составив 562 млн. долл. или 0.6x EBITDA, что является вполне умеренным уровнем. Отметим, что в текущих условиях Северсталь, как и все металлургии, уделяет большое внимание поддержанию достаточного уровня ликвидности и отказывается от расширения мощностей, ограничиваясь только поддерживающими капвложениями. В частности, компания отказалась от участия в новых проектах в Бразилии и США, подтвердив прежний ориентир по инвестициям на 2013 г. в размере 1.3 млрд. долл. или 0.7x EBITDA LTM, что соответствует уровню прошлого года.

Свободный денежный поток компании, а также часть накопленных на балансе денежных средств были направлены на финансирование выплаты дивидендов (на 133 млн. долл.) и погашение долга, который на конец 1П13 снизился на 4.5% по сравнению с началом года и составил 5 454 млн. долл., при этом краткосрочная часть долга сократилась до 21.9% (против 24.2% на начало года). Долговая нагрузка компании в терминах Чистый долг/EBITDA LTM повысилась до 2.2x, что было обусловлено, в первую очередь, снижением скользящего показателя EBITDA LTM из-за включения в расчет слабых результатов 1П13, а также тем, что погашение долга было частично обеспечено за счет денежных средств на балансе. Отметим, что по уровню долговой нагрузки на конец 1П13 Северсталь находится на уровне других отчитавшихся ранее качественных металлургов – ММК (-/Ba3/BV+) и НЛМК (BB+/Baa3/BVB-).

Длинный евробонд CHMFRU'22 (YTM 7.16/D 6.91) торгуется со спрэдом 280 бп к суверенной кривой, тогда как средний спрэд по более коротким бумагам компании (в пределах 4-х летнего отрезка дюрации) составляет около 200 бп. Таким образом, премия CHMFRU'22 к более короткому NLMKRU'19 (YTM 5.67/D 5.17) составляет

### Ключевые финансовые показатели Северстали по МСФО за 1П13

млн. долл.	1П13	1П12	%
Выручка	6 736	7 397	-8.9%
EBITDA	909	1 249	-27.2%
Операционная прибыль	500	872	-42.7%
Чистая прибыль	4	629	-99.4%
Рентабельность по EBITDA	13.5%	16.9%	-3.4 пп
Операционная рентабельность	7.4%	11.8%	-4.4 пп
Чистая рентабельность	0.1%	8.5%	-8.4 пп
Операц. ден. поток до изм. ОК	863	1 249	-30.9%
Чистый операцион. ден. поток	665	821	-19.0%
CAPEX	562	649	-13.4%
Свободный денежный поток	103	172	-40.1%

млн. долл.	1П13	2012	%
Активы	14 895	15 707	-5.2%
в т.ч. денежные средства	1 494	1 726	-13.4%
Долг*	5 454	5 710	-4.5%
доля краткосрочного долга	21.9%	24.2%	-2.3 пп
Чистый долг	3 960	3 984	-0.6%
Капитал	6 899	7 215	-4.4%
CAPEX/EBITDA	0.6x	0.7x	-
Долг/EBITDA LTM	3.1x	2.7x	-
Ч. Долг/EBITDA LTM	2.2x	1.9x	-
EBITDA/Процентные платежи	4.5x	5.0x	-
Долг/Капитал	0.8x	0.8x	-

\* включая обязательства по лизингу

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

порядка 80 бп, что, на наш взгляд, выглядит широко и повышает привлекательность бумаг Северстали. В качестве альтернативы для инвесторов, готовых нести повышенные риски, мы также отмечаем евробонды Евраза (В+/Ва3/ВВ-), который от прочих качественных металлургов отличает заметно более высокий уровень долговой нагрузки (Чистый долг/ЕБИТДА LTM на уровне 3.8x). Так, средний спрэд по выпускам Евраза с дюрацией свыше 3-х лет составляет 450-460 бп к суверенной кривой, что, на наш взгляд, обеспечивает более чем достаточную компенсацию за более слабые кредитные метрики компании.

## Евраз: заметный рост долговой нагрузки в финансовом отчете за 1П13, бумаги компании предлагают хорошую компенсацию за риск

Вчера Евраз (В+/Ва3/ВВ-), как и Северсталь, опубликовал финансовый отчет по МСФО за 1П13. Мы оцениваем раскрытые показатели как слабые в связи с тем, что компания разочаровала, в первую очередь, достаточно заметным ростом долговой нагрузки. Динамика остальных ключевых финансовых показателей Евраза по итогам 1П13, впрочем, не сильно отличалась от результатов других отчитавшихся за первое полугодие крупных металлургов. Так, выручка компании по итогам 1П13 снизилась на 3.4% г/г (до 7 362 млн. долл.), ЕБИТДА – на 20.7% г/г (до 939 млн. долл.), в результате рентабельность по ЕБИТДА снизилась до 12.8% (против 15.5% в 1П12). Снижение финансовых результатов Евраза г/г было практически полностью обусловлено ценовым фактором, поскольку объемы отгрузок как металлургической продукции, так и железорудного сырья остались по итогам 1П13, в целом, на уровне прошлого года. Отметим, что вклад в снижение операционной рентабельности внесли также более медленные темпы сокращения себестоимости продаж (снизились на 2.4% г/г) и рост SG&A-расходов, которые, на фоне падения выручки, увеличились на 1.6% г/г.

По итогам 1П13 Евраз продемонстрировал достаточно сильное сокращение свободного денежного потока, который снизился на 74% г/г и составил 136 млн. долл. Как и остальных крупных игроков, основной предпосылкой стало снижение чистого операционного денежного потока (на 42.3% г/г – до 628 млн. долл.), при этом Евраз, в отличие, например, от ММК (-/Ва3/ВВ+), ограничился достаточно умеренным снижением CAPEX, чтобы хоть частично компенсировать снижение операционных поступлений. Капвложения Евраза в 1П13 снизились на 12.9% г/г – до 492 млн. долл. или до вполне умеренных 0.5x ЕБИТДА. В то же время, в отличие уже от Северстали (ВВ+/Ва1/ВВ), которая сохранила прогноз по инвестициям на 2013 г. без изменений, Евраз пошел по пути ММК (-/Ва3/ВВ+), снизив ориентир по CAPEX на 2013 г. до 0.9-1.0 млрд. долл. (0.5x-0.6x ЕБИТДА LTM) против анонсированных ранее 1.3 млрд. долл. (0.7x ЕБИТДА LTM).

Величина долга компании на конец 1П13 не сильно изменилась по сравнению с началом года и составила 8 215 млн. долл. (+0.6% к 2012 г.), при этом доля краткосрочных обязательств в структуре долга снизилась до 17.7% (против 21.9% на начало года). В то же время, долговая нагрузка Евраза на конец 1П13 заметно выросла и достигла 3.8x в терминах Чистый долг/ЕБИТДА LTM, тогда как на начало года этот показатель еще находился на уровне 3.0x. Рост долговой нагрузки компании был обусловлен, с одной стороны, снижением скользящего показателя ЕБИТДА LTM из-за слабых результатов по ЕБИТДА в 1П13, а с другой – заметным сокращением объема ликвидных активов на балансе (снизились на 24.3% по сравнению с началом года – до 1 563 млн. долл.). Отметим, что по уровню долговой нагрузки Евраз ушел в сильный отрыв от остальных качественных металлургов (у НЛМК, ММК и Северстали отношение чистого долга к ЕБИТДА LTM на конец 1П13 находилось в диапазоне 2.0x-2.2x) и, на наш взгляд, сохранение ее на столь высоких уровнях в дальнейшем, возможно, чревато для компаний потерей ВВ-рейтинга.

Ликвидные рублевые выпуски Евраза с дюрацией в пределах 2- лет торгуются со средним спрэдом около 300 бп к ОФЗ, обеспечивая порядка 100 бп премии к выпускам ММК. На рынке евробондов средний спрэд по выпускам Евраза с дюрацией свыше 3-х лет составляет 450-460 бп к суверенной кривой, что означает премию 220-230 бп к бумагам Северстали и 250-260 бп – к евробондам НЛМК. Предлагаемая премия, как по рублевым бумагам, так и по евробондам Евраза, на наш взгляд, является более чем достаточной компенсацией за более слабые кредитные метрики, при этом покупателям, готовым нести повышенные кредитные риски, в первую очередь, стоит обратить внимание на евробонды компании

### Ключевые финансовые показатели Евраза по МСФО за 1П13

млн. долл.	1П13	1П12	%
Выручка	7 362	7 619	-3.4%
ЕБИТДА	939	1 184	-20.7%
Операционная прибыль	183	439	-58.3%
Чистая прибыль	(122)	(46)	x2.7
Рентабельность по ЕБИТДА	12.8%	15.5%	-2.8 пп
Операционная рентабельность	2.5%	5.8%	-3.3 пп
Чистая рентабельность	-	-	-
Операц. ден.поток до изм. ОК	757	964	-21.5%
Чистый операцион. ден. поток	628	1 089	-42.3%
CAPEX	492	565	-12.9%
Свободный денежный поток	136	524	-74.0%
млн. долл.	1П13	2012	%
Активы	18 821	17 777	5.9%
в т.ч. ден. ср-ва и ликв. активы	1 563	2 064	-24.3%
Долг*	8 215	8 169	0.6%
доля краткосрочного долга	17.7%	21.9%	-4.2 пп
Чистый долг*	6 652	6 105	9.0%
Капитал	5 775	5 117	12.9%
CAPEX/ЕБИТДА	0.5x	0.6x	-
Долг/ЕБИТДА LTM	4.6x	4.1x	-
Ч. Долг/ЕБИТДА LTM	3.8x	3.0x	-
ЕБИТДА/Процентные платежи	3.1x	3.6x	-
Долг/Капитал	1.4x	1.6x	-

\* включает обязательства по финансовому лизингу

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Первичный рынок

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

## Кредит Европа Банк (-/ВаЗ/ВВ-): выпуск интересен с середины доходности

Сегодня Кредит Европа Банк (далее КЕБ) открывает книгу заявок на выпуск облигаций серии БО-06, номинальным объемом 5 млрд руб. Заккрытие книги запланировано на 3 сентября, а размещение на бирже – на 5 сентября. Ориентир по ставке купона составляет 8.5-9.0% годовых, что соответствует доходности к годовой оферте в диапазоне 8.68-9.20% годовых.

По данным сокращенной отчетности по МСФО за 1П13 г. и за 2012 г. финансовый профиль КЕБ выглядит довольно сильно. По итогам 1П13 г. банк продемонстрировал неплохие темпы роста валового кредитного портфеля (+19.6% к началу года), что по нашим ожиданиям соответствует уровню лидеров сегмента розничного кредитования. При этом КЕБ отличается от других розничных банков качественными характеристиками портфеля: на протяжении последних 3-х лет NPL планомерно снижается, являясь самым низким показателем по сегменту (2.8% в 2012 г.). Довольно сильно также смотрится высокий уровень достаточности капитала (23.3% по итогам 2012 г.), который обеспечивает существенный запас прочности для дальнейшего расширения бизнеса. В тоже время к слабым сторонам банка можно отнести сохраняющийся в 1П13 г. низкий уровень и нисходящую динамику показателей рентабельности (чистая процентная маржа – 9.6%, ROaE – 14.6%), что, на наш взгляд, отчасти объясняется высоким уровнем операционных затрат (Cost-to-Income порядка 50%).

На текущий момент кривая КЕБа представлена 6 выпусками, большинство из которых сосредоточены в районе годовой дюрации, характеризуются невысокой ликвидностью. Маркетингуемый ориентир доходности Кредит Европа Банк, БО-6 дает спред к кривой ОФЗ на уровне 260-310 бп. В качестве ориентира новому выпуску можно рассмотреть наиболее ликвидный выпуск Кредит Европа Банк, БО-5 (УТР 9.35/D 1.53 г.), предлагающий порядка 310 бп к ОФЗ. На наш взгляд, размещаемый выпуск будет интересен с середины ориентира доходности, так как дисконт в 30 бп. за более короткую дюрацию к Кредит Европа Банк, БО-5 нам видится справедливым.

## Кредит Европа Банк

## Основные параметры выпусков

Эмитент	ЗАО "Кредит Европа Банк"
Рейтинги (S&P/M/F)	- / ВаЗ / ВВ-
Ломбардный список ЦБ	да
Серия БО-06	5 000 млн. руб.
Срок обращения	3 года
Оферта	Через 1 год @ 100%
Купонный период	182 день
Ориентир по купону	8.5 - 9.0% годовых
Ориентир по УТР	8.68 - 9.20% годовых
Дюрация	1 год
Размещение на ФБ ММВБ	05 сентября 2013 г.
Организаторы	АЛЬФА-БАНК, БК РЕГИОН, Банк "Открытие"/"НОМОС-БАНК" и "Россельхозбанк"
Агент по размещению	АЛЬФА-БАНК

## Первичный рынок

## Первичный рынок

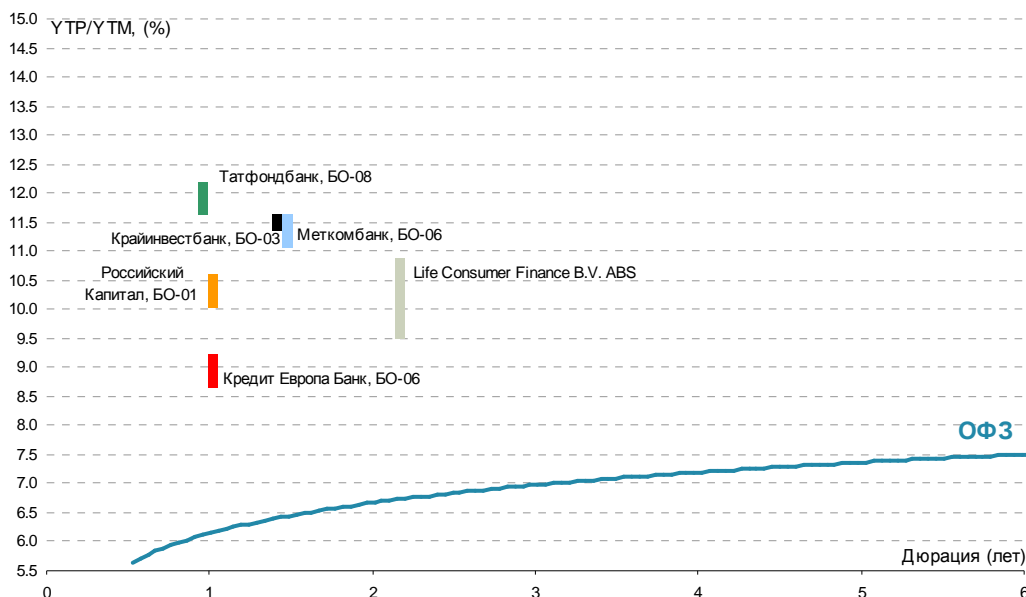
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем размещения, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Кредит Европа Банк, БО-06	- / Ва3 / BB-	да	5 000	8.68-9.20	03.09.2013	05.09.2013	нет / 1 г.	1 г. / 5 лет
Российский Капитал, 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+ / Ва1 / 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 / Ваа2 / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	8.21	19.08.2013	нет / 1.88 г.
МСП Банк, БО-02	BBB / Ваа2 / -	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 / Ваа3 / -	да	15 000	н/д / 100%	н/д	1-й купон: 7.5%	13.08.2013	нет / н/д
ФСК ЕЭС, 27	BBB / Ваа3 / -	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+ / Ваа3 / 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+ / Ваа3 / BBB-	да	5 000	2.5 / 100%	8.68-8.94	8.16	01.08.2013	нет / 2.72 г.
Газпромбанк, БО-05	BBB- / Ваа3 / 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	- / Ваа3 / 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	101.10	9.28	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		101.77	8.96	1.37	
Газпром нефть, 08	BBB- / Baa3 / -	102.15	7.80	2.23	Наиболее интересное предложение в рамках сектора среди заемщиков инвестиционного качества с учетом предлагаемой доходности и дюрации - спрэд к ОФЗ на уровне 170-180 бп
Газпром нефть, 09		101.80	7.86	2.23	
ГТЛК, 01	BB- / - / -	101.97	8.77	2.19	Наиболее доходное предложение среди финансовых компаний с госучастием на рынке
ГТЛК, 02		101.97	8.90	2.19	
Русский Стандарт, БО-02	В+ / Ba3 / В+	101.17	9.27	1.43	Доходное предложение среди частных банков категории В+/ВВ-, более 50-80 бп премии к выпускам ХКФ Банка
Русский Стандарт, БО-03		101.10	8.80	0.97	
Восточный Экспресс Банк, БО-07	- / Ba1 / BBB+	100.65	10.52	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. Спрэд 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 спрэду Мираторг-Финанс БО-01, премия к выпуску Черкизово БО-04 около 210 бп при аналогичных кредитных рейтингах

Данные в таблице по состоянию на 29.08.2013

## ЕВРООБЛИГАЦИИ

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Цена послед. сделки	УТW	Дюрация	Комментарий
VTB'17	BBB / Baa1 / BBB	104.33	4.68	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)		105.15	5.01	3.97	
VTB'18 (6.875)		106.68	5.26	4.08	
VTB'20		103.17	5.99	5.68	
RCCF'17	В+ / B2 / В	99.19	8.08	2.47	Выпуск интересен для buy&hold с учетом относительно небольшой дюрации и предлагаемой доходности
GPBRU'19 (sub)	BB+ / Ba1 / -	106.46	5.89	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-	99.30	6.28	2.53	Широкая премия около 200 бп к собственным старшим выпускам с большей дюрацией
FESHRU'18	BB- / - / В+	90.55	10.62	3.83	Дебютные выпуски одного из крупнейших частных логистических операторов FESCO являются, на текущий момент, самым доходным предложением в корпоративном секторе, торгуясь со спрэдом 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		90.19	10.85	4.93	
EVRAZ'17	В+ / B1 / ВВ-	101.10	7.05	3.17	Спрэды 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		106.85	7.71	3.77	

Данные в таблице по состоянию на 29.08.2013

### 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 спрэд 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 (спрэд 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>

<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

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.