

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Корпоративные события

 Евгений Чердаков  
 e.cherdakov@zenit.ru

 Кирилл Сычев  
 k.sychev@zenit.ru

#### НорНикель (BBB-/Baa2/BB+): нейтральная финансовая отчетность за 1П13, евробонд компании выглядит интересно

На прошлой неделе НорНикель, крупнейший российский производитель цветных металлов, опубликовал финансовую отчетность по МСФО за 1П13. Мы нейтрально оцениваем раскрытые показатели. По итогам 1П13 компания отразила в отчетности снижение выручки на 6.1% г/г (до 5 565 млн. долл.), при этом показатель EBITDA снизился лишь на 7.8% г/г (до 2 299 млн. долл.), а рентабельность по EBITDA компании удалось сохранить на уровне прошлого года – 41.3% (-0.8 пп г/г). Отметим, что снижение финансовых результатов компании г/г было обусловлено, прежде всего, ценовым фактором. Средняя цена реализации никеля, на который по итогам 1П13 в структуре консолидированной выручки компании пришлось 39.9%, снизилась на 12.1% г/г (до 16.4 тыс. долл. за тонну), средняя цена реализации меди (доля в выручке – 22.7%) снизилась на 6% г/г (до 7.7 тыс. долл. за тонну). В то же время, средняя цена на платину (8.8%) в 1П13 сохранилась на уровне прошлого года, составив около 1.5 тыс. долл. за оз, а цена на палладий (17.1%) даже выросла на 10.7% г/г (до 0.7 тыс. долл. за оз). Помимо ценового фактора, снижение выручки компании в 1П13 было также обусловлено сокращением объемов реализации металлов. Так, отгрузки никеля снизились на 6.3% г/г (до 134 тыс. тонн), платины – на 6.1% г/г (до 321 тыс. оз), тогда как отгрузки меди выросли на 3.1% г/г (до 165 тыс. тонн), а палладия – сохранились на уровне прошлого года, составив 1 324 тыс. оз. Отметим также, что сокращение операционной рентабельности компании стало, в большей степени, следствием снижения ее валовой маржи, поскольку себестоимость реализации выросла в 1П13 на 2.6% г/г (до 3 133 млн. долл.) на фоне падения выручки.

Свободный денежный поток компании по итогам 1П13 вырос на 34.6% г/г и составил 731 млн. долл., что стало возможным благодаря тому, что НорНикель сократил инвестиции по сравнению с прошлым годом. Объем капвложений в 1П13 снизился на 20.7% г/г и составил 894 млн. долл. или 0.4x EBITDA, что, на фоне относительно стабильного чистого операционного денежного потока (сократился на 2.6% г/г – до 1 615 млн. долл.), и позволило нарастить свободный денежный поток, который был направлен на пополнение ликвидных активов на балансе компании. Отметим, что приток наличности не привел к существенному изменению объема ликвидных активов на балансе НорНикеля на конец 1П13 (снизились на 4.9% г/г – до 2 632 млн. долл.), поскольку лишь компенсировал отрицательную переоценку ликвидных ценных бумаг.

Объем долга компании на конец 1П13 показал заметный рост, увеличившись более чем на треть по сравнению с началом года, и достиг 6 874 млн. долл. (+36.9% к 2012 г.), чистый долг показал еще более высокие темпы роста, увеличившись на 88% к началу года – до 4 242 млн. долл. В течение 1П13 компания привлекла новых обязательств почти на 4.5 млрд. долл., при этом большая часть, около 2.5 млрд. долл., была использована для рефинансирования портфеля, а 1.9 млрд. долл. – направлены на выплату дивидендов. Отметим, что, несмотря на быстрый рост долга, уровень долговой нагрузки компании хоть и поднялся до 0.9x в терминах Чистый долг/EBITDA LTM (против 0.5x на конец 2012 г.), но пока еще сохраняется на невысоком уровне и не вызывает беспокойства на текущий момент. Кроме того, рефинансировав значительную часть долгового портфеля в 1П13, НорНикель заметно удлинил его дюрацию – доля коротких обязательств в структуре долга снизилась до 18.2% по сравнению с 50.3% на начало года.

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

млн. долл.	1П13	1П12	%
Выручка	5 565	5 929	-6.1%
ЕВITDA	2 299	2 494	-7.8%
Операционная прибыль	1 795	2 110	-14.9%
Чистая прибыль	545	1 481	-63.2%
Рентабельность по EBITDA	41.3%	42.1%	-0.8 пп
Операционная рентабельность	32.3%	35.6%	-3.3 пп
Чистая рентабельность	9.8%	25.0%	-15.2 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	2 233	2 524	-11.5%
Чистый операцион. ден. поток	1 615	1 658	-2.6%
CAPEX	894	1 115	-20.7%
Свободный денежный поток	731	543	34.6%

млн. долл.	1П13	2012	%
Активы	20 226	20 974	-3.6%
в т.ч. ден. ср-ва, депоз., ликвид. цб	2 632	2 767	-4.9%
Долг	6 874	5 023	36.9%
доля краткосрочного долга	18.2%	50.3%	-32.1 пп
Чистый долг	4 242	2 256	88.0%
Капитал	10 633	12 940	-17.8%
CAPEX/EBITDA	0.4x	0.6x	-
Долг/EBITDA LTM	1.5x	1.0x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	0.9x	0.5x	-
Долг/Капитал	0.6x	0.4x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Размещенный в апреле этого года первый за достаточно длительное время евробонд компании GMKNRM'18 (YTM 4.87/D 4.19) торгуется со спрэдом около 160 бп к суверенной кривой и выглядит достаточно интересно, предлагая 15-30 бп премии к более длинным бумагам госкомпаний с инвестиционным рейтингом – Роснефти (BBB/Vaa1/BBB), Газпром Нефти (BBB-/Vaa3/-) и РЖД (BBB/Vaa1/BBB). На локальном рынке спред размещенных в феврале биржевых бондов НорНикеля (БО-01, БО-02 и БО-04) составляет около 130 бп к ОФЗ (YTM 7.71-7.78/D 2.31), бумаги компании, на наш взгляд, оценены справедливо и не предлагают особых идей, торгуясь примерно на уровне госзаемщиков инвестиционного уровня – РЖД, Роснефти, Газпром Нефти, ФСК ЕЭС (BBB/Vaa2/-).

## БК Евразия (BB+/-/BB): позитивный отчет за 1П13, евробонд имел бы пространство для роста в условиях стабильной конъюнктуры

В четверг БК Евразия (BB+/-/BB), лидирующая компания на внутреннем рынке буровых услуг, опубликовала финансовую отчетность по US GAAP за 1П13. Мы позитивно оцениваем представленные показатели: компания продемонстрировала умеренный рост выручки и укрепление маржи, а долговая нагрузка подросла в результате активных инвестиций и дивидендных выплат, но при этом сохранилась в рамках значений, допустимых с точки зрения текущих рейтингов.

Рост выручки в 1П13 составил 8% г/г и был обусловлен неплохими операционными показателями компании: 6%-ным ростом буровых работ на суше, а также развитием сегмента шельфового бурения. В разрезе якорных заказчиков рост в основном базировался на контрактах Газпром нефти и Лукойла, при этом суммарная доля трех крупнейших заказчиков (Лукойл, Роснефть, Газпром нефть) в портфеле Евразии достигла 92%. Рентабельность компании подросла на 1-2 пп и на уровне EBITDA составила 26%. Евразия находится в активной стадии инвестиционного цикла, однако, несмотря на это, капвложения в 1П13 в целом соотносились со собственным денежным потоком, а дефицит свободного денежного потока компании был незначительным и составил не более \$9 млн. Чистое привлечение долга за полугодие составило порядка \$500 млн. и в основном пришлось на выпуск евробонда в апреле 2013г. Около четверти этой суммы было направлено на выплату дивидендов и приобретение казначейских акций, а остаток пополнил запас ликвидности компании. В результате отношение Совокупный долг/EBITDA Евразии увеличилось до 1.4х, что находится вблизи собственного ориентира компании (1.5х). Мы не видим существенных угроз роста долговой нагрузки сверх этих значений: накопленная ликвидность достаточна для финансирования инвестиций и это должно позволить компании воздержаться от крупных заимствований в перспективе ближайших кварталов. С точки зрения рейтингов, изменения также маловероятны. Евразии по силам сохранить кредитные метрики в озвученных агентствами пределах (скорректированный леведредж по EBITDA и FFO в пределах 1.5х и 2.0х соответственно), а ключевой риск – концентрация книги заказов – вряд ли может быть устранен в обозримой перспективе.

Рублевый выпуск Евразии не отличается ликвидностью и не представляет особых идей, индикативно предлагая порядка 210 бп к кривой ОФЗ. В секторе нефтесервиса более доходны бумаги ГМС, премия которых к выпуску Евразии превышает 150 бп при 3 ступенях разницы в рейтингах компаний. Евробонд EDCLL120 имел бы пространство для роста при условии стабильной конъюнктуры: выпуск предлагает более 100 бп премии к кривой Лукойла, что находится на уровне средних значений последних 5-ти месяцев и на 50 бп шире минимального спреда середины мая.

## Ключевые финансовые показатели Eurasia Drilling Co по US GAAP за 2012 г.

млн. долл.	1П13	1П12	%
Выручка	1 695	1 575	7.6%
EBITDA	441	377	17.0%
Операционная прибыль	303	269	12.6%
Чистая прибыль	217	189	14.8%
Рентабельность по EBITDA	26.0%	23.9%	+2.1пп
Операционная рентабельность	17.9%	17.1%	+0.8пп
Чистая рентабельность	12.8%	12.0%	+0.8пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	375	326	15.0%
Чистый операцион. денежный поток	216	232	-6.9%
CAPEX	225	282	-20.2%
Свободный денежный поток	(9)	(50)	-

млн. долл.	1П13	2012	%
Активы	3 560	3 035	17.3%
в т.ч. денежные средства	692	305	x1.3
Долг	1 219	700	74.1%
доля краткосрочного долга	12%	37%	-25пп
Чистый долг	527	395	33.4%
Капитал	1 735	1 663	4.3%
CAPEX+M&A	225	282	-20.2%
CAPEX/EBITDA	0.5x	0.7x	-
(CAPEX+M&A)/EBITDA	0.5x	0.7x	-
Долг/EBITDA LTM	1.4x	0.9x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	0.6x	0.5x	-
Долг/Капитал	0.7x	0.4x	-

Источник: Отчетность Eurasia Drilling Company по US GAAP, расчеты Банка ЗЕНИТ

	1П13	1П12	%
Бурение на суше, тыс. м	3 039	2 871	5.9%
включая горизонтальное бурение	492	411	19.6%
Количество пробуренных скважин	999	957	4.4%

# Корпоративные события

Евгений Чердаков  
e.cherdakov@zenit.ru

Кирилл Сычев  
k.sychev@zenit.ru

**Fesco (BB-/B+): масштабные дивидендные выплаты привели к заметному росту долговой нагрузки в 1П13, евробонды компании предлагают наибольшую доходность среди российских бумаг**

На прошлой неделе Группа Fesco, крупный частный логистический оператор, опубликовал финансовую отчетность по МСФО за 1П13. Мы оцениваем раскрытые показатели как слабые. По итогам 1П13 компания продемонстрировала умеренное сокращение выручки (снизилась на 4.1% г/г – до 558 млн. долл.) и рост EBITDA (показатель вырос на 2.1% г/г – до 99 млн. долл.), в результате рентабельность по EBITDA чуть подросла и составила 17.7% в 1П13 (+1.1 пп г/г). Отметим, что на консолидированные показатели Fesco по-прежнему оказывают давление слабые результаты сегментов морских грузоперевозок (выручка в 1П13 рухнула на 62% г/г, а на уровне EBITDA компания отразила убыток) и контейнерных ж/д-перевозок (выручка сегмента снизилась на 24% г/г, EBITDA – на 43% г/г), что, в целом, было компенсировано неплохими результатами ДВМП (портовый сегмент показал рост выручки в 1П13 на 38% г/г, показатель EBITDA вырос на 15% г/г) и линейно-логистического дивизиона (выручка выросла на 15% г/г, EBITDA сегмента – на 33% г/г). Вместе с тем отметим, что компании удалось даже немного нарастить операционную рентабельность, несмотря на небольшое сокращение валовой маржи (снизилась до 29.4% против 32.8% в 1П12), обусловленное сохранением операционных расходов на уровне прошлого года на фоне снижения выручки, чему способствовало, в том числе, некоторое уменьшение административных расходов (учитываются отдельно) в 1П13 по сравнению с прошлым годом.

Свободный денежный поток компании по итогам 1П13 сохранился на уровне прошлого года и составил 38 млн. долл. (+2.7% г/г) – Fesco компенсировало снижение чистого операционного денежного потока на 26.2% г/г (до 62 млн. долл.) почти 2-кратным сокращением капвложений. Объем CAPEX в 1П13 снизился на 48.9% г/г и составил 24 млн. долл. или необременительные 0.2x EBITDA. В то же время, с точки зрения динамики денежных потоков, вся активность Fesco была сосредоточена вокруг выплаты наиболее масштабных в истории компании дивидендов. По сути, новые акционеры забрали всю накопленную прибыль для погашения привлеченных на покупку ДВМП кредитов, объем изъятий составил 824 млн. долл. (или 2.9x EBITDA LTM). Финансирование дивидендов потребовало привлечения большого объема нового долга, в результате общий долг компании вырос на конец 1П13 на 40.2% по сравнению с началом года и составил 1 290 млн. долл. С учетом того, что для финансирования выплат также использовалась часть денежных средств на балансе (снизились на конец 1П13 на 17.7% по сравнению с началом года), чистый долг Fesco вырос более существенно и составил 1 099 млн. долл. (+59.7% к 2012 г.). Неудивительно, что долговая нагрузка компании на конец 1П13 в терминах Чистый долг/EBITDA LTM подскочила до 3.9x, тогда как еще на начало года показатель составлял 2.5x. Кроме того отметим, что покрытие процентных платежей EBITDA у компании в 1П13 снизилось до 1.8x (в 2012 г. показатель составлял 5.3x), а соотношение Долг/Капитал выросло сразу до 2x (в 2012 г. – 0.6x). Подводя итог, отметим, что, с одной стороны, вряд ли стоит ожидать дальнейшего роста долговой нагрузки Fesco, по крайней мере, со стороны какого-либо заметного наращивания долга, с другой – уже достигнутых уровней долговой нагрузки может быть вполне достаточно для пересмотра рейтинга Fesco в сторону понижения и потери компанией BB-рейтинга от S&P.

Держатели евробондов Fesco (FESHUR'18, FESHUR'20) вполне ожидаемо без энтузиазма встретили слабую отчетность компании (отчет был опубликован в прошлый четверг) – в конце недели бумаги потеряли 50-70 бп в цене. На текущий момент котировки обоих выпусков Fesco сохраняются на уровне 89.6-89.8% от номинала, а спрэд к суверенной кривой расширился, в среднем, до 760 бп, предлагая наибольшую доходность среди российских корпоративных заемщиков, что отражает высокие кредитные риски и ухудшение кредитных метрик компании, а также вероятность негативного рейтингового действия. На локальном рынке единственный бонд ДВМП БО-02 (YTM 9.62/D 2.42) является достаточно ликвидным и торгуется со спрэдом 310-320 бп к ОФЗ, что транслируется в премию более 110-120 бп к выпуску НМТП (BB-/Ba3/-), у которого дюрация короче почти на год. На наш взгляд, на рублевом рынке куда более привлекательной альтернативой бумагам Fesco являются выпуски НПК БО-01/02 (YTM 9.11-9.15/D 1.37), которые, хоть и не обладают заметными перспективами ценового роста, но на более

## Ключевые финансовые показатели Fesco по МСФО за 1П13

млн. долл.	1П13	1П12	%%
Выручка	558	582	-4.1%
EBITDA	99	97	2.1%
Операционная прибыль/(убыток)	52	(33)	-
Чистый прибыли/(убыток)	14	(61)	-
Рентабельность по EBITDA	17.7%	16.7%	1.1 пп
Операционная рентабельность	9.3%	-	-
Чистая рентабельность	2.5%	-	-
Операц. ден.поток до изм. ОК	96	100	-4.0%
Чистый операцион. ден. поток	62	84	-26.2%
CAPEX	24	47	-48.9%
Свободный денежный поток	38	37	2.7%

млн. долл.	1П13	2012	%%
Активы	2 151	2 680	-19.7%
в т.ч. ден. средства и депозиты	191	232	-17.7%
Долг	1 290	920	40.2%
доля краткосрочного долга	11.0%	23.8%	-12.8 пп
Чистый долг	1 099	688	59.7%
Капитал	644	1 532	-58.0%
CAPEX/EBITDA	0.2x	0.2x	-
Долг/EBITDA LTM	4.6x	3.3x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	3.9x	2.5x	-
EBITDA/Процентные выплаты	1.8x	5.3x	-
Долг/Капитал	2.0x	0.6x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

короткой дюрации предлагают сопоставимый спрэд к ОФЗ (около 300 бп), тогда как ее материнская компания Globaltrans (-/Вa3/ВВ) характеризуется куда более сильным кредитным профилем по сравнению с Fesco.

### Группа «Черкизово» (-/В2/-): отчетность 1П13 выглядит слабо, однако худший период ценовых «ножниц», по-видимому, уже пройден

В пятницу Группа «Черкизово» (-/В2/-) опубликовала промежуточную финансовую отчетность по US GAAP за 1П13. Мы оцениваем раскрытые показатели как слабые: рост выручки компании в долларовом выражении составил менее 5% г/г (без учета валютного фактора – 6% г/г), рентабельность продолжила снижение двузначными темпами, а долговая нагрузка выросла до довольно высоких, даже по отраслевым меркам, значений.

Выручка компании увеличилась на 4.5% г/г на фоне умеренных показателей роста объемов производства и стабильной ценовой обстановки в сегментах птицеводства и мясопереработки. В сегменте свиноводства довольно быстрое снижение цен было сполна компенсировано увеличением объемов производства в результате запуска новых мощностей. Это позволило компании нивелировать фактор негативного влияния цен (рост выручки в свиноводстве составил 11% г/г), но не убергло от снижения маржи: рентабельность на уровне EBITDA в сегменте свиноводства снизилась с 42% до 6%. Немногим лучше выглядел сегмент птицеводства, где маржа EBITDA в годовом сопоставлении потеряла 12 пп на фоне растущих цен на корма.

На фоне слабой ценовой конъюнктуры менеджмент сократил объем капвложений на 14% г/г., а основные проекты, реализуемые компанией, включают частичную реконструкцию и расширение мощностей мясоперерабатывающих и комбикормовых заводов в Москве и Пензе. Тем не менее, темпы сокращения инвестиций были несоразмерны 4-кратному снижению операционного денежного потока – в итоге полугодие Черкизово завершило в области отрицательного свободного денежного потока, дефицит которого покрывался увеличением кредитного плеча. В результате роста долга и сокращения рентабельности, отношение Долг/EBITDA Черкизово составило довольно высокие даже по отраслевым меркам 3.9x. Риски рефинансирования компании по-прежнему выглядят довольно существенно: доступный денежный остаток (включая депозиты) покрывает краткосрочный долг всего на 20%.

Стоит отметить, что, с одной стороны, кредитные метрики компании в 1П13 находятся вблизи значений, определенных агентством пограничными для текущего рейтинга (скорректированный леворедж по EBITDA не более 4x). С другой стороны, худший период ценовых «ножниц» на мясо и сырье, по-видимому, уже пройден. Так, цены на рынке свинины нащупали дно в апреле 2013г. и с тех пор подросли на 15%, обратная динамика наблюдалась на рынках зерна и кормов – здесь цены, напротив, снижались в преддверии нового урожая. В итоге, 2П13 обещает стать для компании более удачным с точки зрения маржи и позволит предотвратить рост долговой нагрузки.

Размещенный в середине апреля выпуск Черкизово БО-04 (YTM 9.5%/D 2.3 г. по биду) предлагает спрэд к ОФЗ на уровне 310 бп. На этих уровнях Черкизово БО-04 дает небольшую премию к более ликвидному выпуску Лента 03 (+270 бп к ОФЗ; YTP 9.1/D 2.2 г.), имеющей более высокий кредитный рейтинг (В+/В1/-), заметно меньшую долговую нагрузку. Среди торгуемых на рынке бумаг агропромышленных компаний можно обратить внимание на выпуск Мираторг-Финанс БО-03 (+530 бп к ОФЗ; YTM 11.75%/D 2.5 г. по биду), который предлагает более 100 бп премии к спрэду более короткого Мираторг-Финанс БО-01 за полуралетнее удлинение дюрации, и дает премию более 200 бп к сопоставимому по дюрации выпуску Черкизово при одинаковых кредитных рейтингах компаний.

### Ключевые финансовые показатели Черкизово по US GAAP за 1П13

млн. долл.	1П13	1П12	%г
<b>Выручка</b>	<b>780</b>	<b>746</b>	<b>4.5%</b>
в том числе Мясопереработка	272	275	-1.0%
Птицеводство	420	401	4.8%
Свиноводство	137	123	11.4%
Пр. сегменты и межсег. расчеты	(50)	(53)	-5.7%
<b>ЕБИТДА</b>	<b>69</b>	<b>149</b>	<b>-53.3%</b>
в том числе Мясопереработка	31	22	43.1%
Птицеводство	38	83	-53.9%
Свиноводство	8	52	-83.9%
Прочие сегменты	(8)	(8)	2.5%
Операционная прибыль	25	109	-77.0%
Чистый (убыток)/прибыль	9	98	-91.0%
Рентабельность по EBITDA	8.9%	19.9%	-11пп.
Операционная рентабельность	3.2%	14.6%	-11.4пп.
Чистая рентабельность	1.1%	13.2%	-12.1пп.
Операц. денеж. поток до изм. в ОК	57	139	-59.0%
Чистый операц. денеж. поток	33	144	-77.2%
CAPEX	82	95	-14.0%
Свободный денежный поток	(49)	49	-

млн. долл.	1П13	2012	%г
<b>Активы</b>	<b>2 042</b>	<b>2 102</b>	<b>-2.9%</b>
в т.ч. ден. ср-ва и эквиваленты	81	41	96.8%
Долг	929	902	3.0%
доля краткосрочного долга	40.8%	41.0%	-0.2пп.
Чистый долг	848	859	-1.2%
Капитал	925	988	-6.3%
CAPEX+M&A	83	218	-62.0%
CAPEX/EBITDA	1.2x	0.6x	-
(CAPEX+M&A)/EBITDA	1.2x	0.7x	-
Долг/EBITDA LTM	3.9x	2.9x	-
Ч. Долг/EBITDA LTM	3.6x	2.7x	-
EBITDA/Процентные расходы*	1.4x	3.6x	-
Долг/Капитал	1x	0.9x	-

\* процентные расходы за вычетом госсубсидий

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Корпоративные события

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

## Промсвязьбанк (ВВ/ВаЗ/ВВ-): умеренно позитивные результаты в отчетности за 2К13 г., бумаги оценены справедливо

На прошлой неделе Промсвязьбанк опубликовал консолидированную финансовую отчетность по МСФО за 2К13г., показатели которой произвели на нас умеренно позитивное впечатление. На фоне улучшения спроса на кредитование в 2К13г. банк продемонстрировал вполне достойные для универсального банка темпы роста валового кредитного портфеля 7.3% к/к. Несмотря на объявленную стратегию, ориентированную на развитие высокодоходных сегментов розницы и МСБ в 2К13 г. структура портфеля осталась неизменной, а рост портфеля наблюдался по всей продуктовой линейке. Расширение бизнеса позитивно отразилось на качестве портфеля: NPL 90+ в 1П13 г. сократилась до 3.2% по сравнению с началом года. (-1.2 п.п. к 2012 г.), при этом банк продолжил полностью покрывать просрочку резервными отчислениями, а показатель стоимости риска также выглядел позитивно и составил 1.1% (-0.6 п.п к 2012 г.) В тоже время стоит сказать, что снижение NPL происходило преимущественно за счет списания и продажи «плохих долгов». В качестве сильной стороны, невзирая на незначительное снижение, можно выделить довольно комфортный уровень достаточности капитала (по Базелю 1 – 15.5%), регулятивный Н1 на начала августа выглядел скромнее и составил 11.9%. Учитывая неопределенность, возникшую на рынке, а также наличия внушительной суммы краткосрочных обязательств Промсвязьбанк традиционно поддерживает весомую подушку ликвидности (порядка 109 млрд руб.), что в тоже время не в полной мере нивелирует разрыв ликвидности на горизонте до года (48.2 млрд руб.). На наш взгляд, нехватку ликвидности можно отнести к условным минусам, так как разрыв составляет всего 6.6% активов.

На рынке еврообондов старшие выпуски Промсвязьбанк торгуются со спредом на уровне 105 бп. к выпускам Альфа банка (среднее значение за полгода составило 160 бп.), что делает выпуски малоинтересными. При этом в терминах спреда суборд PROMBK 19 предлагает дополнительные 180 бп к старшим бумагам PROMBK 17, что также представляется нам справедливо в текущих условиях. На рублевом рынке выпуски Промсвязьбанк, на наш взгляд, также не предлагают особых идей, торгуясь со средним спредом к ОФЗ 230 бп. на участке дюрации 1.4 г.

Финансовые показатели  
Промсвязьбанк по МСФО

млн. руб.	2К13	1К13
Процентные доходы	16 980	15 335
Чист. %% доходы	6 853	6 880
Чистые %% доходы после резерва	5 867	5 085
Чистый комиссионный доход	2 158	2 223
<b>Чистая прибыль</b>	<b>2 305</b>	<b>2 151</b>
Ликвидная позиция и размещенные де	109 794	109 245
Вложения в ценные бумаги	82 087	65 874
Чист. судная задолженность	503 842	466 120
<b>ВСЕГО АКТИВЫ</b>	<b>732 834</b>	<b>679 847</b>
<b>Капитал</b>	<b>67 294</b>	<b>64 975</b>
Счета и депозиты банков	66 756	61 616
Средства клиентов	440 001	408 082
Выпущенные ценные бумаги	76 105	78 611
Достаточность капитала 1 уровня	10.0%	10.4%
Достаточность капитала	15.5%	16.2%
Чистая проц. маржа	4.5%	4.5%
Опт. Фондир. (Долг+МБК) / Активы	0.19	0.21
Cost-to-income	0.3	0.3
NPL 90+/Кредитн.портфель	3.2%	4.4%*
Резервы/Кредитный портфель	3.5%	4.8%*
Резервы/NPL	107.9%	108.0%*
ROaE	13.9%	13.5%

Источник: Данные компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Корпоративные события

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

## Банк Русский Стандарт (В+/ВаЗ/В+): нейтральные результаты за 1П13г.

Банк Русский Стандарт опубликовал отчетность по МСФО за 1П12 г., которая выглядит, на наш взгляд, нейтрально. С точки зрения роста бизнеса по итогам 1П13 г. темпы роста валового кредитного портфеля БРС превысили среднерыночные показатели и составили 22.3% п/п. Основой роста стал флагманский сегмент кредитных карт (+34.2% к началу года) и кредитование наличными (+17.5%), характеризующихся как наиболее рентабельные продукты в рознице, при этом доля потребительских кредитов в структуре портфеля сократилась до 9.8% (-4.7 п.п.). Банк не раскрывает в промежуточной отчетности уровень достаточности капитала, а также объем и состав просрочки, но судя по росту резервов и показателя стоимости риска, рост портфеля сопровождался для банка ухудшением его качественных характеристик. Увеличение резервных отчислений, а также убыток от обесценения по облигациям CEDC «съели» рост процентных и комиссионных доходов и привели к чистому убытку в размере 690 млн руб. в 1п13 г. Расширение бизнеса был профинансирован преимущественно за счет депозитной базы, что является довольно дорогим источником фондирования и оказывает давление на уровень чистой процентной маржи, но банку удалось сохранить показатель на высоком уровне 18.5% (+0.2 п.п. к 2П12 г.). Сильной стороной банка относительно других розничных банков по-прежнему является низкая зависимость от оптового фондирования. По итогам 1П13 г. долговая нагрузка в терминах Опт.Фондир./Активы составила ниже 0,2х.

Рублевые выпуски Русского Стандарта предлагают средний спред к ОФЗ порядка 300-310 бп на участке дюрации 1-1.5 года. Это обеспечивает премию в 50 бп к срэдам более длинных выпусков ХКФ Банка, что в целом видится справедливым, учитывая имеющуюся разницу в кредитном профиле банков. Старший евробонд RUSB17 предлагает порядка 220 бп премии к выпуску Альфа-Банка, а также более 50 бп к близкому по дюрации старшему выпуску МКБ CRBKMO18, что вряд ли оставляет выпуску пространство для роста. Спред суборда RUSB18 к старшему выпуску RUSB17 с поправкой на разницу в дюрациях составляет порядка 140 бп, что также выглядит справедливо в текущих условиях.

## Финансовые показатели БРС по МСФО

млн. руб.	1П13	2П12
Процентные доходы	38 543	30 655
Чист. % доходы	24 602	20 596
Чистые % доходы после резерва	8 134	11 244
Чистый комиссионный доход	932	517
<b>Чистая прибыль</b>	<b>(690)</b>	<b>3 213</b>
Ликвидная позиция и размещенные депозиты	40 473	27 232
Вложения в ценные бумаги	65 034	50 810
Чист. ссудная задолженность	226 104	190 073
<b>ВСЕГО АКТИВЫ</b>	<b>361 670</b>	<b>295 086</b>
<b>Капитал</b>	<b>30 190</b>	<b>29 533</b>
Счета и депозиты банков	6 742	14 014
Средства клиентов	234 342	170 457
Выпущенные ценные бумаги	47 259	36 778
Чистая проц. маржа	18.5%	18.3%
Опт. Фондир. (Долг+МКБ) / Активы	0.15	0.17
Cost-to-income	0.5	0.5
ROaE		22.7%

Источник: Данные компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Первичный рынок

## Первичный рынок

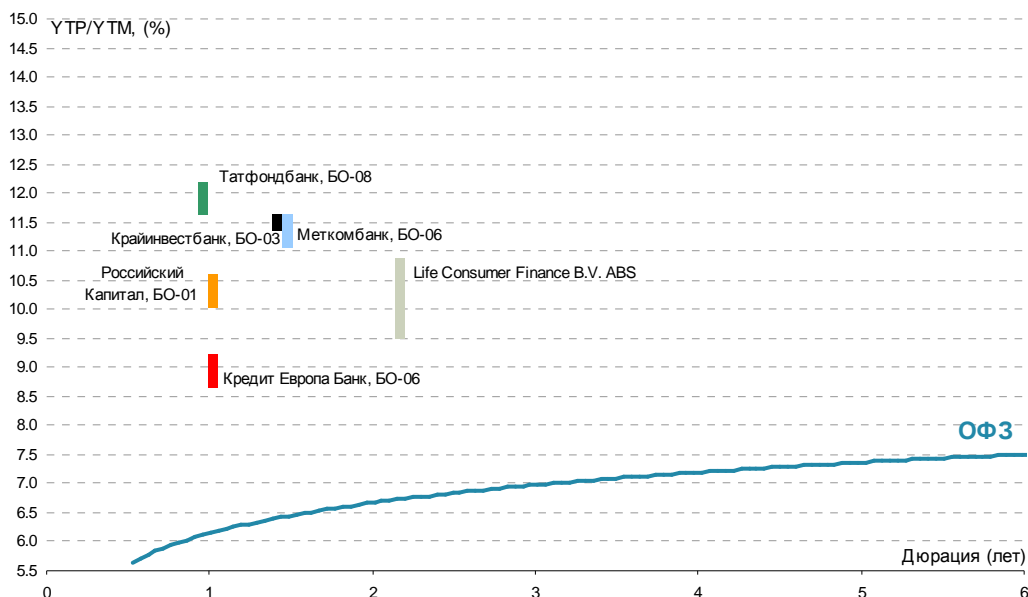
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем размещения, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Кредит Европа Банк, БО-06	- / Ва3 / BB-	да	5 000	8.68-9.20	03.09.2013	05.09.2013	нет / 1 г.	1 г. / 5 лет
Российский Капитал, 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	101.50	8.99	1.36	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	8.99	1.36	
Газпром нефть, 08	BBB- / Baa3 / -	102.15	7.82	2.23	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	7.94	2.23	
ГТЛК, 01	BB- / - / -	102.10	10.69	2.17	Наиболее доходное предложение среди финансовых компаний с госучастием на рынке
ГТЛК, 02		102.00	9.35	2.18	
Русский Стандарт, БО-02	В+ / Ba3 / В+	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	8.82	0.96	
Восточный Экспресс Банк, БО-07	- / Ba1 / BBB+	100.50	10.51	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	- / - / В	100.00	11.62	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 30.08.2013

## 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)		105.26	4.99	3.97	
VTB'18 (6.875)		106.71	5.25	4.07	
VTB'20		103.26	5.98	5.68	
RCCF'17	В+ / B2 / В	99.21	8.07	2.47	Выпуск интересен для buy&hold с учетом относительно небольшой дюрации и предлагаемой доходности
GPBRU'19 (sub)	BB+ / Ba1 / -	106.42	5.90	4.67	Интересная идея в сегменте субординированного долга: выпуск предлагает премию к сраршему выпуску GPBRU'17 около 100 бп и имеет потенциал сужения спреда на уровне 30-40 бп
RSHB'21 (sub)	- / Baa2 / BBB-	99.35	6.26	2.53	Широкая премия около 200 бп к собственным старшим выпускам с большей дюрацией
FESHRU'18	BB- / - / В+	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 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		89.60	10.99	4.93	
EVRAZ'17	В+ / B1 / ВВ-	101.08	7.05	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		106.85	7.71	3.77	

Данные в таблице по состоянию на 30.08.2013

## 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>

<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.