

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Корпоративные события

Евгений Чердаков  
e.cherdakov@zenit.ru

Кирилл Сычев  
k.sychev@zenit.ru

#### Ростелеком (BB+/-BBB-): нейтральная финансовая отчетность за 9M13, бумаги компании интересны в контексте объединения с Теле2

Вчера Ростелеком опубликовал финансовую отчетность по МСФО за 1К13, которую мы оцениваем нейтрально. Выручка компании по итогам 9M13 снизилась на 2.7% г/г (до 232.3 млрд. руб.), показатель OIBDA – на 7.6% г/г (до 87.1 млрд. руб.), в результате рентабельность по OIBDA сократилась на 2 пп г/г – до 37.5%. Падение выручки компании было обусловлено, в основном, продолжающимся снижением доходов от услуг фиксированной связи, которые по итогам 9M13 сократились на 3% г/г (до 106.1 млрд. руб.) и в составе которых рост показали лишь поступления от услуг присоединения и пропуска трафика (+14% г/г – до 17.6 млрд. руб.). Кроме того, негативное влияние на консолидированную выручку оказали падение доходов от мобильной связи, которые снизились на 5.4% г/г (до 29.3 млрд. руб.), а также сокращение прочих доходов, в составе которых были учтены разовые доходы от обслуживания президентских выборов в марте 2012 г., на 21.6% г/г (до 24.5 млрд. руб.). В свою очередь, на динамику OIBDA негативный эффект оказало увеличение операционных расходов на 1.2% г/г (до 194.8 млрд. руб.) на фоне сокращения выручки.

В то же время отметим, что Ростелеком заметно нарастил свободный денежный поток за 9M13 – на 77.3% г/г (до 17.2 млрд. руб.) благодаря снижению капвложений почти на треть по сравнению с прошлым годом, тогда как чистый операционный денежный поток компании снизился только на 13.9% г/г (до 63 млрд. руб.). CAPEX Ростелекома составил по итогам 9M13 около 45.8 млрд. руб. – 19.7% от выручки за период (или 52.6% от OIBDA), что близко к запланированному компанией на 2013 г. уровню. Свободный денежный поток Ростелекома, наряду с заемными средствами и частью денежных средств, накопленных на балансе, были направлены, главным образом, на финансирование выкупа собственных акций в рамках реорганизации компании (чистые расходы за 9M13 составили около 19.2 млрд. руб.) и выплату дивидендов (на 7.6 млрд. руб.).

Общий долг Ростелекома на конец 3К13 вырос на 3.8% по сравнению с началом года и составил около 222.6 млрд. руб., при этом доля краткосрочных обязательств немного снизилась по сравнению с началом года и составила 26.2% (-3.4 пп к 2012 г.). Рост долга, на фоне сокращения наличности на балансе и показателя OIBDA, привел к повышению долговой нагрузки компании в терминах чистый долг/OIBDA LTM до 2x, тогда как на начало года показатель составлял 1.7x. Отметим, что по уровню долговой нагрузки Ростелеком начинает приближаться к Вымпелкому (на конец 3К13 отношение чистый долг/OIBDA LTM составило 2.3x), тогда как МегаФон и МТС придерживаются куда более консервативной долговой политики, удерживая отношение чистый долг/OIBDA LTM на уровне 0.7x и 1.2x соответственно.

Длинные выпуски Ростелекома торгуются сейчас со средним спрэдом около 140 бп к ОФЗ – на уровне сопоставимых бумаг МТС (BB/Va2/BB+) и Вымпелкома (BB/Va3/-) – и сохраняют небольшую премию 10-20 бп к выпускам МегаФона (BBB-/Va3/BB+), что, на наш взгляд, выглядит справедливо с учетом более сильных кредитных метрик и динамики операционных показателей МегаФона. Вместе с тем, мы отмечаем, что в случае успешного создания СП совместно с Теле2, в развитии которого сейчас наблюдается некоторая пауза в связи с позицией Росимущества, бумаги компании способны продемонстрировать существенный ценовой рост.

#### Ключевые финансовые показатели Ростелекома по МСФО за 9M13

млрд. руб.	9M13	9M12	%
Выручка	232.3	238.7	-2.7%
OIBDA	87.1	94.3	-7.6%
Операционная прибыль	37.5	46.2	-18.8%
Чистая прибыль	24.2	29.3	-17.4%
Рентабельность по OIBDA	37.5%	39.5%	-2.0 пп
Операционная рентабельность	16.1%	19.4%	-3.2 пп
Чистая рентабельность	10.4%	12.3%	-1.9 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	88.4	95.4	-7.3%
Чистый операцион. ден. поток	63.0	73.2	-13.9%
CAPEX	45.8	63.5	-27.9%
Свободный денежный поток	17.2	9.7	77.3%

млрд. руб.	9M13	2012	%
Активы	542.8	547.8	-0.9%
в т.ч. денежные средства	4.5	10.4	-56.7%
Долг	222.6	214.4	3.8%
доля краткосрочного долга	26.2%	29.6%	-3.4 пп
Чистый долг	218.1	204.0	6.9%
Капитал	223.3	225.6	-1.0%
CAPEX/OIBDA	0.5x	0.8x	-
Долг/OIBDA LTM	2.0x	1.8x	-
Чистый долг/OIBDA LTM	2.0x	1.7x	-
OIBDA/Процентные платежи	7.0x	7.4x	-
Долг/Капитал	1.0x	1.0x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

# Первичный рынок

Евгений Чердаков [e.cherdaikov@zenit.ru](mailto:e.cherdaikov@zenit.ru) Кирилл Сычев [k.sychev@zenit.ru](mailto:k.sychev@zenit.ru)

## РЖД 30: книга заявок может быть закрыта по верхней границе на ожиданиях роста долговой нагрузки монополии

Сегодня РЖД открывает книгу заявок на участие в размещении нового выпуска облигаций объемом 15 млрд. руб. Срок обращения нового займа составляет 15 лет, по выпуску предусмотрена оферта через 3 года по номиналу. Ориентир по ставке купона составляет 7.60%-7.75% годовых, ему соответствует доходность к оферте 7.74%-7.90% годовых на дюреции 2.73 года. Сбор заявок продлится до конца дня, размещение на бирже запланировано на следующий вторник (26 ноября).

Маркетингуемый диапазон доходностей по новому выпуску РЖД транслируется в спрэд 110-130 бп к ОФЗ, что, по нижней границе, соответствует котировкам торгующихся на рынке бумаг с сопоставимой дюрецией. Отметим, что мы сейчас не видим особых идей в бумагах монополии: спрэды по рублевым выпускам находятся на минимальных уровнях, кривая классических выпусков (без учета нескольких флоутеров, размещенных в этом году) заметно поредела, ликвидность снизилась. Вместе с тем, ожидания по росту долговой нагрузки РЖД, обусловленные заморозкой в 2014 г. тарифов при сохранении инвестпрограммы (по крайней мере, пока) на прежнем уровне, что вынудит компанию занимать больше, могут стать основанием для умеренного расширения спрэдов, и мы не исключаем, что, по результатам сбора заявок, книга может быть закрыта ближе к верхней границе заявленного ориентира.

### РЖД 30

#### Основные параметры выпуска

Эмитент	ОАО «РЖД»
Рейтинги (S&P/MF)	BBB/Baa1/BBB
Ломбардный список ЦБ	Соответствует требованиям
Объем	15 000 млн. руб.
Срок обращения	15 лет
Оферта	Через 3 года @ 100%
Купонные выплаты	Полугодовые
Ориентир по купону	7.60-7.75% годовых
Ориентир по УТР	7.74-7.90% годовых
Дюреция	2.73 года
Тип размещения	Букбилдинг
Закрывание книги	21 ноября 2013 г.
Размещение на ФБ ММВБ	26 ноября 2013 г.
Организаторы	ВТБ Капитал, Газпромбанк, Сбербанк КИБ
Андеррайтер	ВТБ Капитал

Источник: Данные Организаторов, Bloomberg, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Первичный рынок

## Первичный рынок: корпоративные выпуски

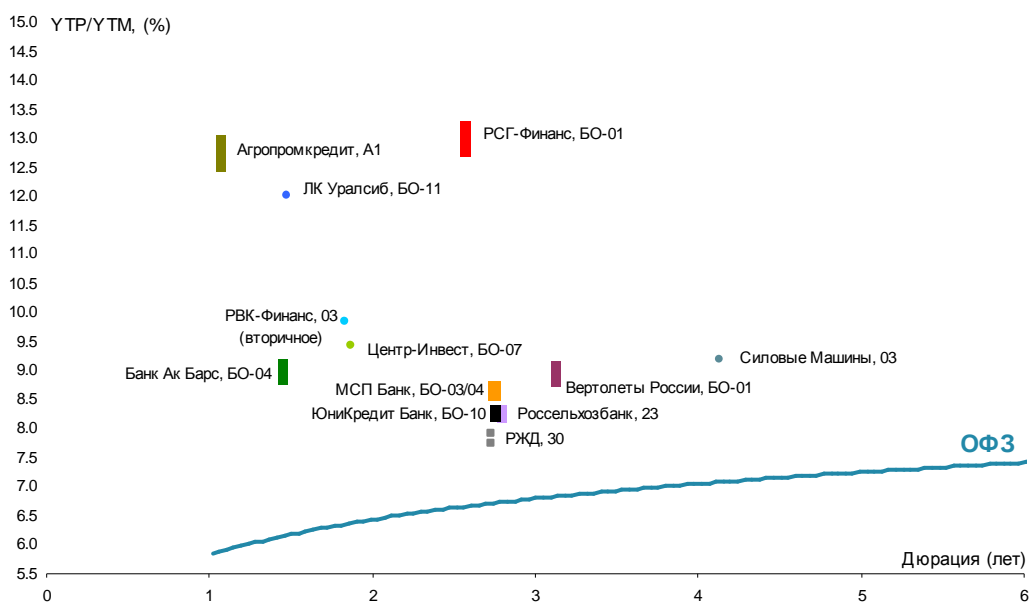
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем размещения, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Заккрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
РВК-Финанс, ОЗ (вторичное)	- / - / BB-	да	1 830	не более 9.83	20.11.2013	21.11.2013	нет / 1.83 г.	нет / 2 г.
Россельхозбанк, 23	- / Baa3 / BBB-	да	5 000	8.16-8.37	19.11.2013	22.11.2013	нет / 2.72 г.	3 г. / 10 лет
РСГ-Финанс, БО-01	B- / - / -	да	3 000	12.63-13.16	20.11.2013	26.11.2013	нет / 2.59 г.	нет / 3 г.
МСП Банк, БО-03	BBB / Baa2 / -	да	4 000	8.42-8.68	20.11.2013	26.11.2013	нет / 2.71 г.	нет / 3 г.
МСП Банк, БО-04	BBB / Baa2 / -	да	5 000	8.42-8.68	20.11.2013	26.11.2013	нет / 2.71 г.	нет / 3 г.
РЖД, 30	BBB / Baa1 / BBB	да	15 000	7.74-7.90	21.11.2013	26.11.2013	нет / 2.73 г.	3 г. / 15 лет
Юникредит Банк, БО-10	BBB / - / BBB	да	10 000	8.16-8.42	21.11.2013	26.11.2013	нет / 2.72 г.	3 г. / 5 лет
Вертолеты России, БО-01	- / Ba2 / BB	да	10 000	8.78-9.10	22.11.2013	28.11.2013	нет / 3.09 г.	3.5 г. / 10 лет
Агропромкредит, А1	- / B2 / -	да	1 500	12.36-12.89	XX.11.2013	XX.11.2013	нет / 1 г.	1 г. / 3 г.
Банк Ак Барс, БО-04	- / B2 / BB-	да	5 000	8.79-9.10	26.11.2013	03.12.2013	нет / 1.44 г.	1.5 г. / 3 г.
Силовые Машины, ОЗ	- / Ba1 / -	да	5 000	не более 9.20	XX.12.2013	XX.12.2013	нет / 4.13 г.	5 лет / 10 лет

Цветом выделены выпуски, по которым идет сбор заявок

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds

## 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
ЛК Уралсиб, БО-11	- / - / B+	да	2 000	н/д / 100%	11.73-12.28	12.01	19.11.2013	да / 1.47 г.
Центр-Инвест, БО-07	- / Ba3 / -	да	2 000	н/д / 100%	9.41-9.73	9.41	19.11.2013	нет / 1.87 г.
Иркут, БО-04	- / Ba2 / -	да	5 000	1.8 / 100%	9.46-9.73	9.20	18.11.2013	нет / 4.13 г.
РМБ, БО-01	- / B3 / -	да	1 500	1.1 / 100%	11.57-12.10	11.83	14.11.2013	нет / 1 г.
ВЭБ-Лизинг, 12	BBB / - / BBB	да	5 000	1.9 / 100%	8.42-8.68	8.42	12.11.2013	да / 2.87 г.
ВЭБ-Лизинг, 13	BBB / - / BBB	да	5 000	1.9 / 100%	8.42-8.68	8.42	12.11.2013	да / 2.87 г.
РЖД, БО-15	BBB / Baa1 / BBB	да	25 000	н/д / 100%	н/д	1-й купон: 7.30	11.11.2013	н/д
КБ МИА, БО-01	- / Ba2 / -	да	1 500	н/д / 100%	8.68-9.20	8.79	06.11.2013	нет / 1.44 г.
Номос-Банк, 12 (вторичное)	- / Ba3 / BB-	да	до 2 200	н/д / 100%	8.70-8.90	н/д	06.11.2013	нет / 1.23 г.
Трансфин-М, БО-20	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.78	06.11.2013	нет / 2.64 г.
Трансфин-М, БО-21	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.78	06.11.2013	нет / 2.64 г.
Трансаэро, БО-03	NR	нет	3 000	н/д / 100%	12.12-12.66	12.55	31.10.2013	нет / 1.80 г.
АйМаниБанк, О1	- / B3 / -	да	1 500	н/д / 100%	13.10-13.65	13.65	31.10.2013	нет / 1 г.



# Торговые идеи

## ЛОКАЛЬНЫЕ ВЫПУСКИ

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Цена послед. сделки	УТР/УТМ	Дюрация	Комментарий
НПК, БО-01	- / B1 / -	102.30	8.34	1.21	Одно из самых доходных предложений среди качественных заемщиков рейтинговой категории В+/ВВ-, сильный операционный профиль и кредитные метрики материнской компании
НПК, БО-02		102.27	8.38	1.21	
ГЕОТЕК Сейсморазведка, 01	В / - / -	99.80	10.82	2.57	Дебютный выпуск лидера российского рынка нефтесервисных услуг в сегменте сейсморазведки, более 200 бп премии к бумагам БК Евразия
ГТЛК, 01	ВВ- / - / -	101.41	13.68	1.95	Наиболее доходное предложение среди финансовых компаний с госучастием на рынке
ГТЛК, 02		101.25	13.66	1.96	
Русский Стандарт, БО-02	В+ / B2 / В+	100.86	9.35	1.27	Доходное предложение среди частных банков категории В+/ВВ-, более 100 бп премии к выпускам ХКФ Банка
Русский Стандарт, БО-04		100.96	9.38	1.20	
Восточный Экспресс Банк, БО-07	- / B1 / -	100.40	10.25	1.09	Новый выпуск одного из крупнейших розничных банков предлагает премию к близким по дюрации бумагам ТКС Банка составляет 30-40 бп, к выпускам ХКФ Банка, Русского Стандарта и МКБ - 80-180 бп
Мираторг-Финанс БО-03	- / - / В	100.07	11.46	2.16	Дополнительные 80 бп к спреду Мираторг-Финанс БО-01, премия к выпуску Черкизово БО-04 около 180 бп при аналогичных кредитных рейтингах

Данные в таблице по состоянию на 19.11.2013

## ЕВРООБЛИГАЦИИ

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Цена послед. сделки	УТW	Дюрация	Комментарий
VTB'17	BBB / Baa2 / BBB	106.39	3.96	3.10	Выпуски ВТБ предлагают лучшую доходность среди старших выпусков в сегменте госбанков, обеспечивая 70-100 бп над спредами ВЭБа и Сбербанка при одинаковых кредитных рейтингах
VTB'18 (6.315)		107.02	4.48	3.75	
VTB'18 (6.875)		109.33	4.56	3.86	
VTB'20		106.11	5.47	5.65	
RCCF'17	В+ / B2 / В	97.82	8.73	2.24	Выпуск интересен для buy&hold с учетом относительно небольшой дюрации и предлагаемой доходности
GPBRU'19 (sub)	ВВ+ / Ba3 / ВВ+	106.50	5.84	4.60	Интересная идея в сегменте субординированного долга: выпуск предлагает премию около 140 бп к старшему и более короткому выпуску GPBRU'17 и имеет потенциал сужения спреда на уровне не менее 50 бп
RSHB'21 (sub)	- / Ba3 / ВВ+	101.61	5.31	2.31	Выпуск интересен за счет относительно небольшой дюрации и широкой премии (порядка 200 бп) к собственным старшим выпускам
FESHRU'18	ВВ- / - / В+	89.44	11.07	3.76	Дебютные выпуски одного из крупнейших частных логистических операторов FESCO являются, на текущий момент, самым доходным предложением в корпоративном секторе, торгуясь со спредом свыше 800 бп к суверенной кривой
FESHRU'20		88.96	11.20	4.93	
EVRAZ'18	В+ / B1 / ВВ-	99.91	6.77	3.88	Спреды выпусков к Северстали и НЛМК по-прежнему достаточно широки, при этом потенциал сужения мы оцениваем на уровне 120 бп за счет консолидации в отчетность Распадской с 2013 г. и возможного улучшения конъюнктуры на рынке стали
EVRAZ'18 (9.5)		109.95	6.85	3.72	

Данные в таблице по состоянию на 19.11.2013

# 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>

## Аналитическое управление

	Акции	<a href="mailto:research@zenit.ru">research@zenit.ru</a>
	Облигации	<a href="mailto:firesearch@zenit.ru">firesearch@zenit.ru</a>
Макроэкономика	Владимир Евстифеев	<a href="mailto:v.evstifeev@zenit.ru">v.evstifeev@zenit.ru</a>
Макроэкономика/кредитный анализ	Кирилл Сычев	<a href="mailto:k.sychev@zenit.ru">k.sychev@zenit.ru</a>
Кредитный анализ	Евгений Чердаков	<a href="mailto:e.cherdakov@zenit.ru">e.cherdakov@zenit.ru</a>
Количественный анализ	Дмитрий Чепрагин	<a href="mailto:d.chepragin@zenit.ru">d.chepragin@zenit.ru</a>
Акции	Евгения Лобачева	<a href="mailto:eugenia.lobacheva@zenit.ru">eugenia.lobacheva@zenit.ru</a>

## Управление рынков долгового капитала

		<a href="mailto:ibcm@zenit.ru">ibcm@zenit.ru</a>
Рублевые облигации	Денис Ручкин	<a href="mailto:d.ruchkin@zenit.ru">d.ruchkin@zenit.ru</a>
	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>

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.