

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Корпоративные события

Кирилл Сычев  
k.sychev@zenit.ru

Дмитрий Чепрагин  
d.chepragin@zenit.ru

#### Банк Санкт-Петербург (-/ВаЗ/ВВ-): нейтральные результаты в отчетности за 4К13 г., бумаги не предлагают особых идей

Вчера ОАО «Банк Санкт-Петербург» (далее БСПБ), занимающий 14-ое место по активам в рейтинге банков, предоставил консолидированную отчетность по МСФО за 4К13г. Смешанная динамика основных финансовых показателей оставила неоднозначное впечатление относительно опубликованных данных. Так на фоне сокращения кредитного портфеля и ухудшения его качественных характеристик, по итогам 4К13г. БСПБ удалось улучшить маржинальность, а также не только сохранить, но и существенно нарастить чистую прибыль, что в конечном итоге позитивно отразилось на других кредитных метриках Банка.

Несмотря на снижение чистого кредитного портфеля на 2.6% кв/кв, что, на наш взгляд, было обусловлено ухудшением спроса на кредиты в связи с замедлением российской экономики, в 4К13г. активы Банка продемонстрировали незначительный рост на 1.5% кв/кв. Сокращение кредитного портфеля было в полной мере замещено вложениями в ценные бумаги. Так торговый портфель ценных бумаг вырос в более чем 2 раза до 17 млрд руб., а портфель ценных бумаг, заложенных по сделкам РЕПО, на 10.7% кв/кв до 51 млрд руб. Отметим, что в связи с ухудшением конъюнктуры рынка по итогам 1К13 г. мы как минимум ожидаем стагнацию вложений в ценные бумаги, при этом с точки зрения кредитного портфеля в 1К13г. прогнозируем рост не менее 3%, что объясняется закрытием сделки по приобретению Банк Европейский в начале текущего года. К слову, в ходе вчерашнего конференц-кола менеджмент БСПБ заявил, что на текущий момент не планирует вносить изменения в стратегию на 2014 г. по прогнозируемым значениям роста кредитного портфеля (+14% г/г). Текущая структура активов означает повышение чувствительности результатов банка к конъюнктуре финансовых рынков, хотя по заявлениям руководства Банк по итогам 1К13 г. не ожидает критичных убытков по портфелю, а короткая дюрация портфеля ограничивает убытки и дает возможность держать позиции до погашения через 2-3 квартала. По итогам 4К13г. к слабой стороне БСПБ можно отнести высокий уровень просрочки, который на фоне сокращения кредитного портфеля вырос до 5.9%, при этом коэффициент резервных отчислений снизился до 1.6х. В тоже время ключевыми позитивными моментами отчетности стали повышение уровня чистой процентной маржи до 4.1% (+0.4 п.п кв/кв), что в большей мере было вызвано ростом процентных ставок, а также почти двухкратный рост чистой прибыли до 3 млрд руб., за счет роста комиссионных доходов, а также снижение административных расходов (Cost-to-income – 31%), который в итоге позволил повысить рентабельность банка (ROaE – 26.3%). Улучшения также наблюдались в уровне достаточности, как совокупного капитала (14.3%), так и первого уровня (10.8%), который был поддержан выпуском субординированных еврооблигаций на сумму 100 млн. долл. со сроком обращения 5.5 лет. Отметим также, что условно негативным моментом отчетности по-прежнему сохраняется, разрыв ликвидности на горизонте 12 мес. в размере 79 млрд руб. (около 20% активов), который не в полной мере перекрывается подушкой ликвидности (40 млрд руб.) и ставит риски рефинансирования банка в зависимости от пролонгации крупных корпоративных депозитов.

В условиях текущей конъюнктуры рынка опубликованная отчетность, на наш взгляд, не окажет влияния на котировки бумаг БСПБ. На рынке евробондов БСПБ представлен тремя субордами, которые характеризуются низкой ликвидностью и не предлагают особых идей. На рублевом рынке крайне схожая картина: два низколиквидных выпуска, один из них по последней сделке котировался со спредом 310 бп. (спред с начала года расширился на 70-80 бп.), и которые также выглядят малоинтересно.

#### Финансовые показатели ОАО «Банк Санкт-Петербург» по МСФО

млн. руб.	4К13	3К13
Процентные доходы	8 351	7 939
Чист. % доходы	3 818	3 405
Чистый комиссионный доход	801	652
<b>Чистая прибыль</b>	<b>3 080</b>	<b>1 613</b>
Ликвидная позиция и размещенные депозиты	40 060	45 689
Вложения в ценные бумаги	72 646	57 623
Чист. ссудная задолженность	250 884	257 483
<b>ВСЕГО АКТИВЫ</b>	<b>409 422</b>	<b>403 357</b>
<b>Капитал</b>	<b>47 676</b>	<b>46 005</b>
Оптовое фондирование	102 582	95 959
Средства клиентов	253 127	252 859
Достаточность капитала 1 уровня	10.8%	9.9%
Достаточность капитала	14.3%	13.0%
Чистая % маржа	4.1%	3.7%
Опт. Фондир.(Долг+МБК) / Активы	0.25	0.24
Cost-to-income	0.31	0.38
NPL 90+/Валовый кред. портфель	5.9%	4.4%
Резервы/Кредитный портфель	9.4%	9.3%
Резервы/NPL 90+	159.5%	210.7%
ROaE	26.3%	14.8%

Источник: Данные компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Корпоративные события

Марина Никишова  
m.nikishova@zenit.ruКирилл Сычев  
k.sychev@zenit.ru

## Кредит Европа Банк (ВаЗ/-ВВ-): финансовые результаты 2013г.

Кредит Европа Банк опубликовал отчетность по МСФО за 2013г. С точки зрения масштабов бизнеса по итогам года кредитный портфель Банка рос опережающими темпами (+30.3% г/г) по сравнению, например, с ХКФ Банком (+20.5% г/г). В качестве основных драйверов роста выделялись кредиты наличными (+99% г/г) и кредиты крупным корпоративным клиентам (+62.6% г/г), что говорит о некоторой диверсификации кредитного портфеля Банка в пользу крупного корпоративного бизнеса. В результате доля крупных корпоративных кредитов в 2013г. достигла почти 22% кредитного портфеля против 17.7% годом ранее. Изменение структуры кредитного портфеля, связанное с ужесточением ЦБ РФ требований по резервированию новых розничных кредитов с высокой ставкой, позволило сохранить качество портфеля на приемлемом уровне: NPL 90+ хотя и вырос до 4.1% (+1.3 пп г/г), но находится существенно ниже сопоставимых аналогов (так, NPL 90+ ХКФ Банка по итогам 2013г. составил 11.7%). При этом, увеличение корпоративного сегмента кредитного портфеля обеспечивает сохранение невысокого уровня чистой процентной маржи (9.8% г/г; +0.6 пп), который остается на одном из самых низких показателей в розничном секторе. Стоит также отметить, что повышение регулятором нормативов резервирования более чем вдвое увеличило объем созданных резервов, что не позволило Банку значительно увеличить чистую прибыль и отразилось на показателях прибыльности и рентабельности: размер чистой прибыли практически остался на уровне 2012г. (+2.2 пп г/г), а ROaE несколько сократился до 14,9% (-1.6 пп г/г).

Среди позитивных моментов наблюдается сохранение достаточного уровня капитализации (CAR – 19.8%; Tier 1 ratio – 14.8%). При этом, некоторое снижение показателей капитализации (-3.8 пп и -1.7 пп г/г соответственно) объясняется ростом активов, взвешенных с учетом риска (+29.3% г/г). Банк продолжил контроль над операционными издержками (рост SG&A практически вдвое ниже роста операционных доходов), что способствовало сохранению экономической эффективности Банка на достаточно высоком уровне (СТИ снизился до 44.6%).

Ключевым же негативным моментом для Банка является очень высокая зависимость от оптового фондирования, уровень которой по итогам 2013г. составляет уже 49.5% активов (+3.5 пп). Несмотря на рост клиентских ресурсов (+24.6% г/г), их удельный вес в валюте баланса снижается (-1 пп) ввиду существенного роста МБК (+43.8% г/г) и выпущенных долговых ценных бумаг (+38.3% г/г). При этом, учитывая то, что привлеченные МБК и выпущенные долговые ценные бумаги преимущественно краткосрочные (на 77.4% и 72.2% соответственно), а клиентские ресурсы также в основном имеют срочность до 1 года (на 92%), разрыв краткосрочной ликвидности Банка в пределах годового горизонта составляет более 14.7 млрд. руб. (9.7% активов).

Ввиду геополитических рисков торговая активность на локальном рынке рублевых облигаций крайне низка, сделки в корпоративном секторе носят эпизодический характер и проходят в широких ценовых диапазонах. Учитывая текущую рыночную ситуацию, из торгуемых бумаг Кредит Европа Банка можно обратить внимание на короткий выпуск КЕ, БО-02 (УТМ 12%; 0.8г.; +480 бп к ОФЗ).

## Финансовые показатели Кредит Европа Банк по МСФО

млн. руб.	2013	2012
Процентные доходы	21 280	16 056
Чист. % % доходы	12 125	9 108
Чистый комиссионный доход	2 170	1 603
Создание резервов	4 534	2 160
SG&A	6 647	5 738
<b>Чистая прибыль</b>	<b>2 854</b>	<b>2 793</b>
млн. руб.	2013	2012
Касса, остатки в ЦБ, корр-счета и размещ. депозиты	9 373	8 405
Кредитный портфель	133 531	102 507
Вложения в ценные бумаги	1 065	1 998
<b>ВСЕГО АКТИВЫ</b>	<b>152 121</b>	<b>117 707</b>
КАПИТАЛ	20 559	17 816
Задолжен. по сделкам репо	78	678
Средства других банков	33 354	23 196
Средства клиентов	46 595	37 387
Субординированный долг	8 190	7 589
Выпущенные ценные бумаги	41 829	30 253
<b>ИТОГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	<b>131 563</b>	<b>99 891</b>
млн. руб.	2013	2012
NPL 90+ / Кредитный портфель	4,1%	2,8%
Достаточность капитала 1-го уровня	14,8%	16,5%
Достаточность капитала	19,8%	23,6%
Опт. Фондирование/ Активы	49,5%	46,0%
Чистая % . маржа	9,8%	9,2%
ROaE	14,9%	16,5%
Cost-to-income	44,6%	50,5%

Источник: Данные компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Корпоративные события

Евгений Чердаков  
e.cherdaikov@zenit.ru Кирилл Сычев  
k.sychev@zenit.ru

## Магнит (S&amp;P: BB/Stable): публикация аудированной финансовой отчетности за 2013 г. и смена методики расчета сопоставимых продаж

В начале недели крупнейший продуктовый ритейлер опубликовал аудированную финансовую отчетность по МСФО за 2013 г. Учитывая, что компания уже объявляла ранее свои финансовые результаты, отчет интересен, в первую очередь, с точки зрения динамики показателей долговой нагрузки и денежных потоков. Кроме того, одновременно с публикацией отчетности, Магнит объявил об изменении методики расчета сопоставимых продаж (LFL), чтобы, как указано в пресс-релизе компании, «соответствовать принятым в отрасли нормам». Отметим, что применявшаяся до изменений методика Магнита являлась в некотором роде более консервативной и предполагала более длительный срок достижения магазинами «зрелых продаж». В связи с этим, изменением методики позволило компании, с одной стороны, заметно улучшить темпы роста LFL-выручки, а с другой – достичь большей сопоставимости публикуемых операционных показателей по сравнению с остальными ритейлерами, имеющих публичные долги (в первую очередь Х5, а также О'Кей и Лента).

В соответствии с новой методикой, сопоставимые продажи Магнита выросли в 2013 г. на 7.47% г/г, то, по старой методике, рост составил 3.88% г/г. Главное отличие в компоненте трафика: если по старой методике наблюдался отток (вклад компоненты был отрицательный и составил -1.28%), то по новым расчетам число покупок выросло, вклад этого фактора составил 1.5%. Вклад повышения среднего чека для обоих расчетов был достаточно близким, хотя согласно новой методике он также увеличился, составив 5.89% (против 5.22% прежнего расчета). В целом, изменения обусловлены тем, что теперь для сопоставления используются просто все магазины Магнита, проработавшие не менее 1 года, тогда как ранее для попадания в базу расчета соответствующего периода (например, 2013 г. к 2012 г.) магазинам, в зависимости от типа, нужно было проработать дополнительно 6 или 8 месяцев. Отметим, что методика, как и следовало ожидать, приблизила результаты Магнита к другим игрокам, присутствующим на долговом рынке, если не принимать в расчет Х5 RG, сопоставимые продажи которого в 2013 г. стагнировали (рост на 0.7% г/г). Так, LFL-выручка у О'Кей выросла в 2013 г. на 8%, а у Ленты – на 10%.

Переходя к финансовым показателям Магнита, напомним, что в 4К13 темпы роста выручки Магнита замедлились до 20.2% в долларовом эквиваленте, на что, помимо операционных факторов, заметное влияние оказало и ослабление рубля. Вместе с тем, компания сохранила высокие темпы роста EBITDA (на 32.5% г/г), что позволило увеличить рентабельность по EBITDA по итогам 4К13 до рекордных 12.5% (рост на 1.2 пп г/г). Отметим, что, с точки зрения темпов роста, прошлый декабрь оказался худшим для компании, с другой стороны, переток покупателей из формата магазинов у дома в более маржинальные гипермаркеты внес свой вклад в рост показателя EBITDA. Несмотря на замедление темпов во 2П13, в целом по итогам 2013 г. Магнит вновь показал лидирующие темпы роста, увеличив продажи (в долларах) на 26.1% г/г, показатель EBITDA рос опережающими темпами – на 33.3% г/г. Это позволило нарастить рентабельность по EBITDA по итогам 2013 г. до 11.2% (рост на 0.6 пп г/г). В 2014 г. компания ожидает рост выручки в рублях на уровне 22-24% (в 2013 г. рост рублевой выручки составил 29.2% г/г), ближе к верхней границе, тогда как прогноз по уровню рентабельности EBITDA составляет 10.5%, но может быть пересмотрен по результатам 1К14.

Свободный денежный поток Магнита по итогам 2013 г. вновь оказался в области слабоотрицательных значений, что не является чем-то необычным для розничных компаний, при этом размер дефицита снизился почти в 2 раз по сравнению с 2012 г. (до -217 млн. долл.). Это было связано, в основном, с увеличением чистого операционного денежного потока 16.5% г/г (до 1 391 млн. долл.) притом, что объем капвложений, составивших 1 608 млн. долл. (+2.7% г/г), сохранился на уровне 2012 г. В относительном выражении CAPEX компании снизился до 0.8x EBITDA, что было обусловлено сохранением в 2013 г. высоких темпов роста EBITDA. Согласно плану Магнита объем капвложений в 2014 г. должен сохраниться на уровне прошлого года, то есть составить около 1.6 млрд. долл. Помимо расходов на инвестиции, в качестве значимой статьи расходов можно отметить выплату дивидендов на 295 млн. долл.

Дефицит средств был покрыт, в основном, за счет накопленной на балансе ликвидности, а также привлечения нового долга. Так, к концу 4К13 задолженность

## Ключевые финансовые показатели Магнита за 2013 г.

млн. долл.	2013	2012	%
Выручка	18 202	14 430	26.1%
Валовая прибыль	5 189	3 829	35.5%
ЕВITDA	2 032	1 524	33.3%
Чистая прибыль	1 118	808	38.4%
Валовая рентабельность	28.5%	26.5%	2.0 пп
Рентабельность по EBITDA	11.2%	10.6%	0.6 пп
Чистая рентабельность	6.1%	5.6%	0.5 пп
Операционный денежный поток до изм. ОК	2 052	1 522	34.8%
Чистый операционный денежный поток	1 391	1 194	16.5%
CAPEX	1 608	1 565	2.7%
Свободный денежный поток	(217)	(371)	-41.5%
млн. долл.	2013	2012	%
Активы	8 194	7 261	12.8%
в т.ч. денежные средства	181	410	-55.9%
Долг*	2 254	2 086	8.1%
доля краткосрочного долга	49.2%	39.6%	9.6 пп
Чистый долг	2 073	1 676	23.7%
Капитал	3 855	3 267	18.0%
CAPEX+M&A	1 661	1 565	6.1%
CAPEX/EBITDA	0.8x	1.0x	-
(CAPEX+M&A)/EITDA	0.8x	1.0x	-
Долг/EITDA	1.1x	1.4x	-
Чистый долг/EITDA	1.0x	1.1x	-
EITDA/Процентные платежи	13.6x	10.8x	-
Долг/Капитал	0.6x	0.6x	-

\* включая обязательства по финансовому лизингу

Источник: Отчетность Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Динамика сопоставимых продаж Магнита в 2013 г.

Новая методология (с 2014 г.)			
LFL-прирост 2013 к 2012	Выручка, RUR	Ср.чек, RUR	Трафик
<b>Итого по Компании</b>	<b>7.47%</b>	<b>5.89%</b>	<b>1.50%</b>
Магазины у дома	6.62%	5.82%	0.76%
Гипермаркеты	9.39%	3.07%	6.13%
Старая методология (до 2014 г.)			
LFL-прирост 2013 к 2012	Выручка, RUR	Ср.чек, RUR	Трафик
<b>Итого по Компании</b>	<b>3.88%</b>	<b>5.22%</b>	<b>(1.28%)</b>
Магазины у дома	3.70%	5.35%	(1.57%)
Гипермаркеты	4.61%	2.04%	2.52%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Магнита выросла на 8.1% к началу года и достигла 2 254 млн. долл. Стоит отметить достаточно высокую долю краткосрочного долга в структуре обязательств: на конец 4К13 он составлял почти половину всей задолженности. Впрочем, и на начало 2013 г. ее нельзя было назвать низкой (почти 40%). Вместе с тем, в этом месяце Магнит уже сообщил о намерении привлечь рефинансирование в объеме 10-15 млрд. руб., что должно улучшить структуру долга. Кроме того, отметим, что исходя из специфики бизнеса, высокая доля коротких долгов не так критична для компании, обладающей возможностью гибкого управления оборотным капиталом, в том числе, за счет регулирования объема кредиторской задолженности. Долговая нагрузка Магнита к концу 4К13 снизилась до 1x в терминах чистый долг/ЕБИТДА (на начало года – 1.1x), и это несмотря на увеличение чистого долга на 23.7% г/г (до 2 073 млн. долл.), обусловленного сокращением денежных средств на балансе (более чем в 2 раза к началу года – до 181 млн. долл.) на фоне увеличения долга. Здесь Магнит вновь выручил быстрый рост ЕБИТДА, за счет которого была сведена на нет негативная проекция этих факторов на долговую нагрузку компании.

## 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
--------	------------------	------------------------------------	------------------------------	-----------------------------	----------------	-----------------	---------------------	------------------

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
Вейл Финанс, 01	NR	нет	8 000	н/д / 100%	н/д	8.94	19.03.2014	нет / 4.15 г.
Хорус Финанс, 01	NR	нет	5 000	н/д / 100%	13.42-14.49	13.42	12.03.2014	нет / 3.82 г.
Банк ЗЕНИТ, БО-11	- / Ва3 / В+	да	6 000	н/д / 100%	9.73-9.99	9.99	06.03.2014	нет / 1.43 г.
Номос-Банк, БО-04	- / Ва3 / ВВ-	да	5 000	н/д / 100%	9.20-9.62	9.52	28.02.2014	нет / 1 г.
Трансфин-М, БО-22	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.25	25.02.2014	нет / 2.66 г.
Трансфин-М, БО-23	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.25	25.02.2014	нет / 2.66 г.
Роснефть, БО-01	BBB / Ваa1 / ВВВ-	да	15 000	н/д / 100%	н/д	9.10	18.02.2014	нет / 4.13 г.
Роснефть, БО-07	BBB / Ваa1 / ВВВ-	да	20 000	н/д / 100%	н/д	9.10	18.02.2014	нет / 4.13 г.
Бинбанк, БО-04	В / - / -	да	2 000	н/д / 100%	12.36-12.89	12.36	14.02.2014	нет / 1 г.
Совкомбанк, БО-01	В / В2 / -	да	2 000	н/д / 100%	12.36-12.89	12.36	13.02.2014	нет / 0.50 г.
Фарго Финанс, 01	NR	нет	6 000	н/д / 100%	н/д	9.20	12.02.2014	нет / 4.13 г.
ВЭБ-Лизинг, БО-01	BBB / - / ВВВ	да	5 000	н/д / 100%	8.84	8.84	28.01.2014	нет / 4.15 г.
Прямые инвестиции Финанс, БО-02	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.25	28.01.2014	нет / 2.66 г.
Рислэнд, 01	NR	нет	6 100	н/д / 100%	н/д	9.46	16.01.2014	нет / 4.10 г.
Финстоун, 01	NR	нет	6 200	н/д / 100%	н/д	9.46	16.01.2014	нет / 4.10 г.
Прямые инвестиции Финанс, БО-01	NR	нет	3 327	0.7 / 67%	н/д	10.25	27.12.2013	нет / 1 г.
КИТ Финанс Капитал, БО-02	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 2.66 г.
ЛР-Инвест, БО-02	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 1 г.
ГХК Бор, 01	NR	нет	4 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 4.04 г.
ВЭБ, БО-04	BBB / Ваa1 / ВВВ	да	до 10 000	н/д / 100%	8.62-8.88	8.67	26.12.2013	нет / 4.12 г.
Глобэкс, БО-09	ВВ- / - / ВВ	да	1 000	н/д / 100%	н/д	8.25	25.12.2013	нет / 0.5 г.
Трансаэро, БО-02	NR	нет	2 500	н/д / 100%	12.63-12.89	12.89	24.12.2013	нет / 1.83 г.

15.0 УТР/УТМ, (%)

14.5

14.0

13.5

13.0

12.5

12.0

11.5

11.0

10.5

10.0

9.5

9.0

8.5

8.0

7.5

7.0

6.5

6.0

5.5

0

1

2

3

4

5

6

Дюрация (лет)

ОФЗ

# Инвестиционный Департамент

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

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

## Управление продаж

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

<b>Аналитическое управление</b>	Акции	<a href="mailto:research@zenit.ru">research@zenit.ru</a>
	Облигации	<a href="mailto:firesearch@zenit.ru">firesearch@zenit.ru</a>

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

## Управление рынков долгового капитала

Рублевые облигации	Денис Ручкин	<a href="mailto:d.ruchkin@zenit.ru">d.ruchkin@zenit.ru</a>
	Фарида Ахметова	<a href="mailto:f.akhmetova@zenit.ru">f.akhmetova@zenit.ru</a>
	Марина Никишова	<a href="mailto:m.nikishova@zenit.ru">m.nikishova@zenit.ru</a>
	Вера Панова	<a href="mailto:vera.panova@zenit.ru">vera.panova@zenit.ru</a>
	Алексей Басов	<a href="mailto:a.basov@zenit.ru">a.basov@zenit.ru</a>
	Екатерина Гашигуллина	<a href="mailto:e.gashigullina@zenit.ru">e.gashigullina@zenit.ru</a>

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

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

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

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