

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Корпоративные события

Чепрагин Дмитрий  
d.chepragin@zenit.ru

Кирилл Сычев  
k.sychev@zenit.ru

#### Банк ВТБ (BBB-/Ваа2/WD): слабые результаты за 4К13 г., евробонды смотрятся интереснее рублевых выпусков

Вчера Банк ВТБ предоставил консолидированные финансовые данные по МСФО за 1К14г., которые ожидаемо, выглядели заметно хуже 4К13 г. Геополитическая напряженность в Украине, а также замедление роста российской экономики стали ключевыми факторами, оказавшими давление на все кредитные метрики банка. Из основных моментов отчетности можно выделить возросший уровень стоимости риска до 2.8% в 1К14 г. с 1.5% 4К13 г. При сегментной разбивке видно, что существенный рост показателя пришелся преимущественно на розницу (5.5%; +3.6 п.п. кв/кв), при этом в корпоративном сегменте рост выглядел более сдержанно (1.9%; +0.6 п.п. кв/кв). Рост cost of risk был обусловлен ухудшением качества кредитного портфеля, так уровень NPL 90+ вырос до 5.8% (+0.9 п.п. кв/кв), а коэффициент покрытия NPL резервами, несмотря на снижение, не опустился ниже уровня 1x. Отметим, что с точки зрения масштабов бизнеса в 1К14 г. ВТБ Банк смотрелся неплохо, темпы роста чистого кредитного портфеля составили 5% (-1 п.п. кв/кв). В тоже время одной из ключевых причин увеличения портфеля стал эффект от ослабления курса рубля относительно доллара (-9% с начала года), так как порядка трети корпоративного портфеля номинированы в долл. Украинский конфликт также дал негативную проекцию и на P&L банка. Рост процентных доходов был полностью съеден чистым убытком по операциям с ценными бумагами и ПФИ (-3,9 млрд руб.), а также чистым убытком по валютным операциям в связи с ростом стоимости валютных свопов (-8,2 млрд руб.), что в конечном итоге вылилось в резкое снижение конечного финансового результата с 54.5 млрд руб. до 0.4 млрд руб. Стоит добавить, что давление на чистую прибыль также оказал возросший уровень административных расходов (Cost-to-income – 0.5x), вызванный в основном желанием менеджмента банка продолжить развивать розничный бизнес, а столь внушительное падение чистой прибыли по сравнению с 4К13 г. также объясняется высокой расчетной базой предыдущего квартала. В 4К13 г. столь сильное увеличение прибыли стало следствием переоценки ценных бумаг и продажи залогов по просроченным кредитам. К сильным сторонам банка по-прежнему можно отнести комфортный уровень долговой нагрузки (Опт. Фондирование/Кред. портфель колеблется в районе 0.3x), а также достаточности капитала (Total capital ratio -14.0%, Tier 1 – 10.3%), которому к слову по обещаниям В.В. Путина на экономическом форуме в Санкт-Петербурге в скором времени может быть оказана поддержка со стороны государства путем конвертации субординированных кредитов в привилегированные акции.

На рынке евробондов бумаги ВТБ выглядят привлекательно, спреды старших выпусков и субордов ВТБ в среднем на 80 бп. шире к суверенной кривой, чем бумаги Сбербанка (-/Ваа1/BBB), и на 10-30 бп. выпусков ВЭБа (BBB-/Ваа1/BBB). На рублевом рынке облигации ВТБ смотрятся менее интересно, не предлагая особой премии к схожим по рейтингам банкам. На наш взгляд, в качестве более доходной альтернативы можно рассмотреть выпуски дочки ВТБ, предусматривающие премию к кривой ВТБ в размере 60-80 бп.

#### Финансовые показатели Банк ВТБ по МСФО

млрд. руб.	1К14	4К13
Процентные доходы	188.2	185.6
Чист. % доходов	89.9	89.8
Чистые % доходы после резерва	65.7	65.7
Комиссионный доход	14.3	16.5
<b>Чистая прибыль</b>	<b>0.4</b>	<b>54.5</b>
Ликвидная позиция	578.0	354.3
Вложения в ценные бумаги	1154.8	1013.8
Чист. осудная задолженность	6272.0	5969.0
<b>ВСЕГО АКТИВЫ</b>	<b>9402.3</b>	<b>8768.5</b>
<b>Капитал</b>	<b>946.2</b>	<b>939.5</b>
Оптовое фондирование	2687.0	2676.0
Средства клиентов	4928.6	4341.5
<b>Расчетные показатели</b>		
Достаточность капитала 1 уровня	10.3%	10.9%
Достаточность капитала	14.0%	14.7%
Чистая % маржа	4.5%	4.7%
Опт. Фондир. (Долл+МБК) / Активы	0.29	0.31
Cost-to-income	0.50	0.42
NPL 90+/Кред. портфель	5.8%	4.7%
Резервы/Кредитный портфель	5.9%	5.5%
Резервы/NPL 90+	101.0%	115.5%
ROaE	0.2%	46.4%

Источник: Данные компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Корпоративные события

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

## Ростелеком (BB+/-/BBV-): нейтральная финансовая отчетность по итогам 1K14, присоединение Крыма чревато ростом инвестрасходов

Вчера Ростелеком опубликовал финансовую отчетность по МСФО по итогам 1K14. В целом, отчетность компании производит нейтральное впечатление. Так, выручка Ростелекома в 1K14 практически сохранилась на уровне прошлого года, показав рост на 1.1% (до 80.4 млрд. руб.), тогда как показатель OIBDA снизился на 10.1% г/г (до 26.5 млрд. руб.). В результате, рентабельность по OIBDA сократилась до 32.9% (-4.1 пп г/г). Свободный денежный поток Ростелекома достиг по итогам 1K14 около 12.7 млрд. руб. (по итогам 1K13 у компании наблюдался дефицит на 3.5 млрд. руб.), составив более половины от чистых операционных поступлений. Долг Ростелекома на конец 1K14 остался на уровне начала года, составив 214.7 млрд. руб. (-1.4% к 4K13). Вместе с тем, долговая нагрузка снизилась до 1.7x в терминах чистый долг / EBITDA LTM (против 1.9x на начало года).

Динамика выручки Ростелекома в 1K14 была обусловлена, главным образом, продолжающимся снижением доходов от фиксированной связи, включая поступления от местной связи (на 3.4% г/г), внутризональной связи (на 11.1% г/г), междугородней / международной связи (на 15.5% г/г), а также доходов от сдачи в аренду каналов связи (на 24.2% г/г). В то же время, это сокращение было перекрыто за счет роста поступлений от оказания услуг присоединения и пропуска трафика (на 13.9%), а также доходов от услуг ШПД (на 10.9% г/г), платного ТВ (на 22.9% г/г) и передачи данных (на 9.4% г/г). В свою очередь, снижение рентабельности по OIBDA было, в значительной мере, обусловлено опережающим ростом операционных расходов (на 7.5% г/г), включая рост расходов на ФОТ (на 4.2% г/г), услуги операторов связи (на 22.6% г/г), а также увеличение затрат на материалы, ремонт и обслуживание (на 11.1% г/г), что стало, в том числе, следствием консолидации Связьинвеста и его дочерних компаний, характеризующихся более низким уровнем операционной эффективности.

В то же время, по итогам 1K14 Ростелеком сгенерировал положительный свободный денежный поток в размере 12.7 млрд. руб., тогда как в 1K13 его сумма была отрицательной и составила -3.5 млрд. руб. Свободный денежный поток был сформирован за счет увеличения операционных поступлений на 4.9% г/г (до 22.7 млрд. руб.) на фоне заметного (более чем в 2.5 раза г/г) сокращения капитальных расходов, которые в 1K14 составили около 10 млрд. руб. и были зафиксированы на достаточно невысоком уровне в 12.4% от выручки (или 0.4x EBITDA). Снижение инвестиций в 1K14 связано с оптимизацией капитальных расходов, а также с неравномерностью расходования инвестиционного бюджета внутри календарного года. Напомним, что согласно представленной в декабре 2013 г. обновленной стратегии развития Ростелекома, целевой уровень инвестиционных расходов на текущий год составлял 18% от выручки с учетом CAGR по выручке на уровне 3-4% в течение 2014-2018 гг.

Однако реальный уровень капитальных расходов будет, судя по всему, заметно выше в связи с форс-мажором в виде присоединения Крыма. Одновременно с публикацией отчета за 1K14 Ростелеком представил уточненный прогноз на 2014 г., который предполагает рост выручки на 1-2% г/г при сохранении OIBDA на уровне прошлого года, тогда как капитальные инвестиции по итогам года составят 20-22% от выручки. В связи с этим отметим, что в марте 2014 г. Минкомсвязи и Ростелеком получили распоряжение Правительства на тему развития инфраструктуры Крыма. В рамках реализации распоряжения компания уже проложила линию ВОЛС по дну Керченского пролива, обеспечивающую связь Крыма с остальной Россией в обход Украины. Также в Крыму предполагается создание филиала Ростелекома, а объем капитальных инвестиций на территории региона пока оценивается в 15 млрд. руб. В случае, если весь этот объем будет освоен в 2014 г., это, по нашим оценкам, может повысить планку по CAPEX примерно до 23% от выручки (с учетом прогнозируемых темпов роста доходов), что достаточно близко к озвученному компанией ориентиру. В то же время, такой рост расходов не станет критичным для Ростелекома и вполне по силам для компании.

Возвращаясь к свободному денежному потоку Ростелекома, отметим, что он был использован, главным образом, для небольшого по масштабам погашения долга, а также для финансирования выкупа акций компании у держателей, несогласных с выделением ее сотовых активов в рамках создания СП с Tele2. В итоге, компания

Ключевые финансовые показатели  
Ростелекома по итогам 1K14

млрд. руб.	1K14	1K13	%
Выручка	80.4	79.6	1.1%
OIBDA	26.5	29.4	-10.1%
Операционная прибыль	12.0	11.6	3.6%
Чистая прибыль	6.9	6.4	7.8%
Рентабельность по OIBDA	32.9%	37.0%	-4.1 пп
Операционная рентабельность	14.9%	14.5%	0.4 пп
Чистая рентабельность	8.6%	8.0%	0.5 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	27.4	29.8	-8.0%
Чистый операцион. ден. поток	22.7	21.6	4.9%
CAPEX	10.0	25.1	-60.3%
Свободный денежный поток	12.7	(3.5)	-

млрд. руб.	1K14	2013	%
Активы	541.3	561.0	-3.5%
в т.ч. ден. ср-ва и ликвид. акт.	30.6	9.9	x3.1
Долг	214.7	217.8	-1.4%
доля краткосрочного долга	17.3%	15.2%	2.1 пп
Чистый долг	184.0	209.8	-12.3%
Капитал	216.9	199.8	8.6%
CAPEX/Выручка	12.4%	21.0%	-
CAPEX/OIBDA	37.6%	60.5%	-
Долг/OIBDA LTM	1.9x	1.9x	-
Чистый долг/OIBDA LTM	1.7x	1.9x	-
OIBDA/Процентные платежи	6.1x	6.6x	-
Долг/Капитал	1.0x	1.1x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

приобрела 6.1% обыкновенных и 13.7% привилегированных акций, потратив на это около 13.8 млрд. руб. Как мы отмечали выше, долг Ростелекома на конец 1К14 существенно не изменился по сравнению с началом года, а снижение долговой нагрузки до 1.7x чистой долг/ЕБИТДА LTM, несмотря на падение ЕБИТДА в 1К14, было обусловлено снижением чистого долга на 12.3% к началу года в связи с кратным увеличением суммы ликвидных активов на балансе (рост в 3.1 раза к 4К13 – до 30.6 млрд. руб.). Долговая нагрузка компании осталась на умеренном уровне (ниже 2x), однако, по этому показателю, Ростелеком находится все же ближе к наиболее закредитованному в рамках отрасли Вымпелкому (BB/Va3/-), чем к МТС (BB+/Va2/BB+) и МегаФону (BBB-/Vaа3/BB+), уровень долговой нагрузки которых существенно ниже.

Что касается деконсолидации результатов мобильного бизнеса и его влияния на Ростелеком в будущем – мы не склонны драматизировать этот фактор. Во-первых, далеко не мобильный бизнес является сейчас основой роста доходов компании, на роль драйвера подходят скорее платное ТВ и услуги ШПД, которые и в дальнейшем останутся в структуре Ростелекома. Стоит добавить, что в случае успешного формирования СП с Tele2 (а в 1К14 был завершен 1-й его этап, процесс должен быть полностью завершен до конца этого года) компания будет бенефициаром устойчивого денежного потока, что будет совсем не лишним для Ростелекома, учитывая видение регуляторов относительно ведущей роли компании в части развития современных услуг связи, ликвидации цифрового неравенства и связанных с этим расходов. Рейтинговые агентства, вероятно, сходным образом оценивают результаты и перспективы компании. Так, в марте рейтинг Ростелекома от S&P был подтвержден на уровне BB+/Stable. Согласно комментарию агентства, подтверждение рейтинга компании на фоне ухудшения прогноза по суверенному рейтингу стало следствием улучшения собственного рейтинга кредитоспособности Ростелекома с bb до bb+.

Долговые бумаги Ростелекома были и остаются инструментами с весьма низким уровнем ликвидности, в результате они практически не пострадали от весенних распродаж на фоне обострения украинского кризиса. Сейчас выпуски торгуются с индикативным спредом 110-130 бп к ОФЗ, что немного ниже докризисных уровней.

## Корпоративные события

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

## МТС (BB+/Ba2/BB+): позитивный финансовый отчет по итогам 1K14, несмотря на замедление российской экономики и событий на Украине

Вчера МТС раскрыла финансовые и операционные результаты по итогам 1K14. Мы позитивно оцениваем раскрытые показатели. Так, в прошлом квартале МТС показала рост выручки на 5.1% г/г (до 97.6 млрд. руб.), а показатель OIBDA вырос на 5.3% г/г (до 41.5 млрд. руб.). В результате рентабельность по OIBDA компании сохранилась на уровне прошлого года, составив 42.5% (+0.1 пп г/г). Отметим, что МТС заметно нарастила величину свободного денежного потока, который достиг 34 млрд. руб. по итогам 1K14 (рост на 42.9% г/г) – это стало следствием увеличения операционных поступлений на фоне невысокого уровня капзатрат. Величина долга компании не сильно изменилась по сравнению с началом года и составила 221.7 млрд. руб., при этом долговая нагрузка МТС снизилась на конец 1K14 до уровня в 0.8x чистый долг/OIBDA LTM, что стало следствием заметного увеличения объема ликвидных активов на балансе, который вырос более чем в 1.5 раза к началу года (до 76.3 млрд. руб.), а также роста OIBDA в 1K14.

Рост финансовых результатов МТС был обеспечен хорошими показателями на 2-х ключевых рынках – российском и украинском. Так, на ключевом для компании российском рынке, несмотря на общеэкономическое замедление, рост выручки и OIBDA составил 5.4% г/г, причем роль основного локомотива увеличения доходов осталась за услугами мобильной передачи данных (рост на 41.9% г/г). В целом же по мобильному сегменту, рост абонентской базы составил 6.7% г/г (до 76.1 млн. сим-карт) на фоне улучшения коэффициента оттока (снизился до 9.1% по итогам 1K14 против 9.5% в 1K13). В то же время, ARPU мобильного сегмента в России вырос на 2.4% г/г, а MOU – на 4.8% г/г. Темпы роста в Украине были заметно ниже российских, тут, впрочем, позитивом можно считать сохранение показателей уже на уровне прошлого года. Так, номинированная в гривнах выручка выросла на 1.4% г/г, а OIBDA – на 0.7% г/г, несмотря на обострение политического и экономического кризиса в стране в течение 1K14. Вместе с тем, в пересчете на рубли, динамика показателей все же отрицательная из-за сильной девальвации гривны в 1K14. При этом ключевые операционные показатели так же свидетельствуют об ухудшении ситуации: ARPU в 1K14 снизился на 6.6% г/г, а MOU – на 9.3% г/г. В то же время, МТС удалось, так же как и в России, увеличить количество абонентов в стране – на 8.9% г/г, а также снизить уровень оттока до 6.3% (против 6.7% в 1K13).

По итогам 1K14 компания показала хороший рост операционных поступлений – операционный денежный поток вырос на 21.5% г/г (до 44.1 млрд. руб.). Этот рост, на фоне снижения капитальных расходов на 19.3% г/г (до 10.1 млрд. руб. или 10.3% от выручки), позволил МТС почти в 1.5 раза нарастить свободный денежный поток (до 34 млрд. руб.). Свободные средства компания направила, главным образом, на пополнение запасов ликвидности на балансе: объем ликвидных активов вырос на 68.6% по сравнению с началом года и достиг впечатляющих 76.3 млрд. руб. Этот рост, в свою очередь, стал главным фактором сокращения на конец 1K14 уровня долговой нагрузки МТС, которая снизилась до 0.8x чистый долг/OIBDA против 1x на начало года.

Средний спрэд рублевых выпусков МТС к кривой ОФЗ в течение последних нескольких месяцев сузился, в среднем, до 60 бп, что отражает, в первую очередь, низкую ликвидность бондов на текущем рынке, что не позволяет им своевременно корректироваться вслед за ростом доходностей суверенных бумаг. В евробондах иная картина. В ходе мартовских распродаж бумаги МТС потеряли меньше прочих и достаточно быстро восстановились (особенно MOBTEL'23). Это нашло отражение и в динамике спрэдов: за прошедшие 3 месяца евробонды показали отличную статистику, оказавшись в лидерах рынка. Так, MOBTEL'20 расширила спрэд к UST лишь на 10 бп, а MOBTEL'23 и вовсе сузила спрэд более чем на 10 бп. Средний спрэд выпусков МТС составляет сейчас около 340 бп, что почти на 100 бп уже максимальных уровней на пике распродаж. Бумаги торгуются с дисконтом более 110 бп к близким по дюрации выпускам Вымпелкома (BB/Ba3/-), что выглядит, может быть, широко, но в целом отражает разницу в кредитных метриках и темпах роста компаний. Гораздо интереснее то, что тот же дисконт есть у MOBTEL'20 по отношению к чуть более короткому выпуску материнской АФК Система (BB/Ba3/BB-), что делает AFKSRU'19, на наш взгляд, гораздо более интересной покупкой.

## Ключевые финансовые показатели МТС по US GAAP за 1K14

млрд. руб.	1K14	1K13	%
Выручка	97.6	92.9	5.1%
OIBDA*	41.5	39.3	5.3%
Операционная прибыль	23.4	21.6	8.6%
Чистая прибыль	13.2	13.2	0.2%
Рентабельность по OIBDA	42.5%	42.4%	0.1 пп
Операционная рентабельность	24.0%	23.2%	0.8 пп
Чистая рентабельность	13.6%	14.2%	-0.7 пп
Чистый операц. ден. поток	44.1	36.3	21.5%
CAPEX	10.1	12.5	-19.3%
Свободный денежный поток	34.0	23.8	42.9%

млрд. руб.	1K14	2013	%
Активы	502.9	485.5	3.6%
в т.ч. ден. ср-ва и ликвид. активы	76.3	45.2	68.6%
Долг**	221.7	219.1	1.1%
доля краткосрочного долга	11.3%	11.4%	-0.1 пп
Чистый долг**	145.4	173.9	-16.4%
Капитал	165.5	156.1	6.0%
CAPEX/Выручка	10.3%	20.5%	-
CAPEX/OIBDA	24.3%	46.6%	-
Долг/OIBDA LTM	1.3x	1.3x	-
Чистый долг/OIBDA	0.8x	1.0x	-
Долг/Капитал	1.3x	1.4x	-

\* показатель скорректирован на убытки от обесценения активов

\*\* включает обязательства по финансовому лизингу

Источник: Отчетность Компании по US GAAP, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Первичный рынок

## Первичный рынок: корпоративные выпуски

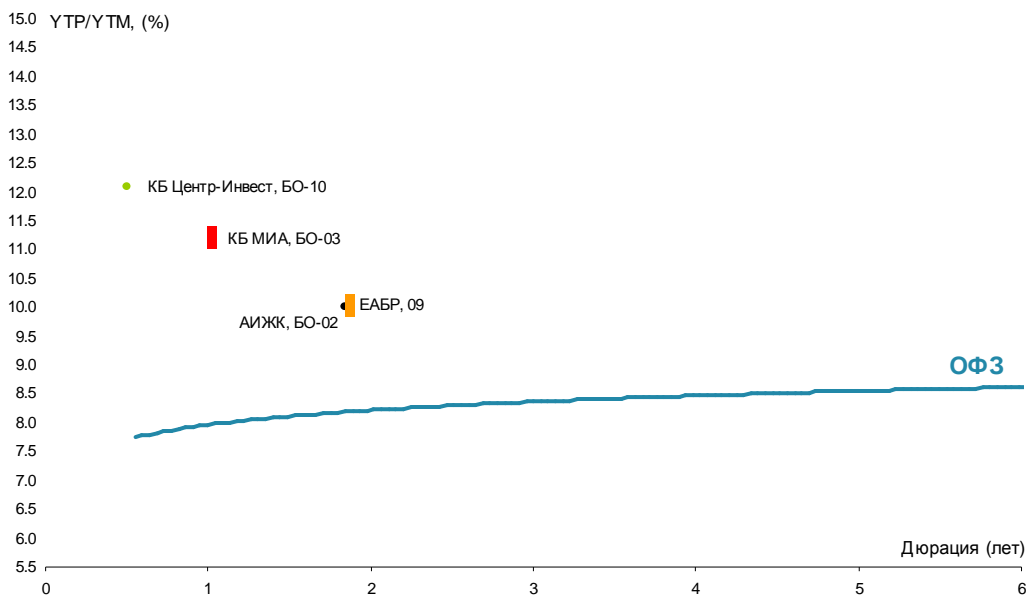
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
АИЖК, БО-02	BBB- / Ваа1 / -	да	5 000	10.00	22.05.2014	27.05.2014	нет / 1.84 г	2 г / 3 г
КБ Центр-Инвест, БО-10	- / Ва3 / -	да	3 000	12.10	22.05.2014	28.05.2014	нет / 0.5 г	0.5 г / 5 лет
ЕАБР, 09	BBB / А3 / -	да	5 000	9.88-10.15	27.05.2014	02.06.2014	нет / 1.86 г	2 г / 7 лет
Элемент Лизинг, БО-03	B / - / -	да	2 000	н/д	30.05.2014	03.06.2014	н/д	1 г / 5 лет
КБ МИА, БО-03	- / Ва2 / -	да	2 000	11.04-11.30	04.06.2014	06.06.2014	нет / 1 г	1 г / 3 г

Цветом выделены выпуски, по которым идет сбор заявок

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Последние размещения: корпоративные выпуски

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещенный объем, млн. руб.	Bid cover/Размещ объем	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Фактическая УТР/УТМ, % годовых	Дата размещения	Амортизация/Дюрация
Башнефть, БО-05	- / Ва2 / BB	да	10 000	н/д / 100%	н/д	10.99	26.05.2014	нет / 3.68 г
Юникредит Банк, БО-21	BBB / Ваа2 / BBB+	да	10 000	н/д / 100%	10.04-10.25	9.94	23.05.2014	1 г / 5 лет
Газпромбанк, БО-08	BBB- / Ваа3 / BBB-	да	10 000	1.3 / 100%	9.99-10.25	9.99	23.05.2014	нет / 1 г
Мегафон, БО-04	BBB- / Ваа3 / BB+	да	15 000	4.0 / 100%	10.04-10.25	9.67	20.05.2014	нет / 1 г
ТД Спартак-Казань, БО-01	NR	нет	1 500	н/д / 100%	н/д	14.49	06.05.2014	нет / 1.4 г
ДельтаКредит, БО-06	- / Ваа3 / BBB+	да	5 000	н/д / 100%	10.62	10.62	06.05.2014	нет / 6.45 г
Связь-Банк, БО-02 (вторичное)	BB / - / BB	да	до 5 000	н/д / 44%	не более 9.99	9.99	05.05.2014	нет / 0.5 г
УНГП-Финанс, БО-03	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.25	29.04.2014	нет / 1.86 г
МИБ, 01	- / - / BBB-	да	2 000	3.2 / 100%	10.25-10.51	10.15	29.04.2014	нет / 1.43 г
Национальный капитал, БО-06	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	9.46	28.04.2014	нет / 4.1 г
Национальный капитал, БО-07	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	9.46	28.04.2014	нет / 4.1 г
АИЖК, А30	BBB / Ваа1 / -	да	6 000	н/д / 100%	10.26-10.69	9.83	28.04.2014	1.5 г / 19 лет
Связь-Банк, 04 (вторичное)	BB / - / BB	да	2 600	н/д / 100%	не более 9.99	9.99	25.04.2014	0.5 г / 8 лет
Разгуляй-Финанс, БО-03	NR	нет	450	0.45 / 45%	Конкурс	13.00	22.04.2014	нет / 0.5 г
Трансфин-М, БО-26	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.78	17.04.2014	нет / 4 г
Банк ЗЕНИТ, БО-07 (вторичное)	- / Ва3 / BB-	да	1 907	1.4 / 100%	10.51	10.51	16.04.2014	нет / 1 г



# Инвестиционный Департамент

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

<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>
Кредитный 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>
	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.