

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

## Корпоративные события

Евгений Чердаков  
[e.cherdakov@zenit.ru](mailto:e.cherdakov@zenit.ru)

Кирилл Сычев  
[k.sychev@zenit.ru](mailto:k.sychev@zenit.ru)

**Новатэк (ВВВ-/ВааЗ/ВВВ-): сильный операционный отчет за 3К13, бумаги компании выглядят дорого на фоне выпусков крупнейших госкомпаний**

В пятницу крупнейший независимый производитель газа Новатэк опубликовал операционные результаты за 3К и 9М13. Согласно этим данным, компания ускорила рост: добыча газа в 3К13 в годовом сопоставлении увеличилась на 9.1% (+0.9 пп к 2К13), добыча жидких углеводородов в годовом выражении увеличилась на 14.8% (+0.2 пп к 2К13). Таким образом, темпы роста добычи за 9М13 ускорились до 9.0% г/г по газу и до 12.8% г/г по жидким углеводородам, что по-прежнему значительно превышает собственные прогнозы добычи компании на 2013г.

Выпуски Новатэка выглядят довольно дорого на фоне бумаг крупнейших государственных нефтегазовых компаний. В частности, евробонд NVTKRM16 предлагает примерно 20 бп премии к кривым Газпрома и Роснефти. Спреды дальних выпусков NVTKRM21 и NVTKRM22 к близким по дюрации бумагам Роснефти и Газпром нефти не превышают 10 бп, тогда как средние значения спредов этих выпусков за последние полгода составляли 20-30 бп. Последние сделки в рублевых выпусках Новатэка проходили на уровне YTM 7.5% к погашению в октябре 2015г., что дает спред к ОФЗ на уровне 120 бп. Это находится на одном уровне с близкими по дюрации выпусками Газпром нефти, и приблизительно на 10 бп ниже выпусков Роснефти, имеющих дюрацию 3.4-3.9 года. Спред рублевого евробонда NVTKRM17 rub к суверенному RUSSIA18 rub выглядит еще более узко и не превышает 100 бп.

## Корпоративные события

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

### **АЛРОСА (BB-/Ba3/BB-): позитивные операционные данные по итогам 9M13, бумаги компании выглядят интересно с учетом усиления ее кредитного профиля**

В конце прошлой недели АЛРОСА (BB-/Ba3/BB-), мировой лидер по добыче алмазов, раскрыла данные по добыче алмазов за 3К13 и 9M13 в целом. По итогам 3К13 АЛРОСА вновь продемонстрировала рост производства г/г, хотя его темпы и были ниже весьма успешного для компании 2К13 (добыча выросла сразу на 16.5% г/г), что было обусловлено, главным образом, плановой остановкой обогатительной фабрики подземного рудника «Айхал» и снижением объемов переработки руды трубки «Нюрбинская» из-за сезонной отработки песков с россыпью Нюрбинского ГОКа. Так, в 3К13 добыча алмазов выросла на 8.8% г/г (до 9.9 млн. карат), а по итогам 9M13 в целом – на 6.7% г/г (до 27.1 млн. карат).

Рост добычи АЛРОСА в 3К13 был обеспечен увеличением производства на Мирнинском ГОКе (на 6.5% г/г – до 1.9 млн. карат) за счет увеличения объемов переработки руды трубки «Мир» (рост добычи алмазов на 40.4% г/г – до 0.52 млн. карат) и повышения содержания алмазов в руде по сравнению с 3К12, а также увеличением производства на Удачинском ГОКе (рост в 2 раза г/г – до 0.48 млн. карат) за счет 3-кратного увеличения объемов переработки руды трубки «Удачная» (рост добычи алмазов на 92.9% г/г – до 0.47 млн. карат) в условиях обеднения руды. Значительный рост добычи в 3К13 показала и трубка «Юбилейная» (рост добычи алмазов на 43.4% г/г – до 2.46 млн. карат), что было обеспечено переработкой более богатой руды, что позволило заметно нарастить добычу алмазов даже в условиях сокращения объемов переработки руды. Рост добычи на трубке «Юбилейная» позволил частично компенсировать снижение объемов добычи из-за остановки обогатительной фабрики подземного рудника «Айхал», в результате снижение производства на Айхальском ГОКе в 3К13 составило 15.3% г/г (до 2.46 млн. карат). Также отметим, что на динамику добычи АЛРОСА повлияло включение в расчет консолидированного показателя компании результатов добычи «Нижне-Ленского» (1.4 млн. карат в 3К13), приобретенного компанией в начале 2013 г.

Евробонд ALRSRU'20 (YTM 5.75/D 5.48) торгуется со спрэдом около 220-230 бп к суверенной кривой, то есть с дисконтом около 20 бп к сопоставимому по дюрации выпуску Металлоинвеста (BB-/Ba2/BB-) – METINR'20 (YTM 5.98/D 5.52) – и на уровне более коротких бумаг Совкомфлота (BB+/Ba2/BB) – SCFRU'17 (YTM 4.82/D 3.59). Рублевые выпуски компании с дюрацией 1.6-1.9 г. торгуются со спрэдом около 150 бп к ОФЗ – на уровне более длинных выпусков прочих заемщиков с госучастием и «BB»-рейтингами (ТрансКонтейнер, Аэрофлот, Ростелеком). На наш взгляд, с учетом дюрации и предлагаемого спреда, как евробонды, так и рублевые выпуски АЛРОСА выглядят сейчас достаточно интересно благодаря улучшению кредитного профиля компании в свете продажи своих газовых активов Роснефти и перспектив выхода на IPO, которые наконец обрели реальные черты.

## Корпоративные события

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

## X5 RG (B+/B2/-): нейтральные результаты в операционном отчете за 9M13, бумаги компании оценены справедливо

В прошлую пятницу X5 RG опубликовала операционные результаты за 3К13 и 9M13 в целом. Мы нейтрально оцениваем раскрытые показатели. По итогам 9M13 компания продемонстрировала уже привычные и весьма умеренные темпы роста. Так, торговая площадь увеличилась на 11.5% г/г (до 2 081 тыс. кв. м), а розничная выручка – на 7.5% г/г (до 382.9 млрд. руб.).

Отметим, что рост выручки г/г по итогам 9M13 был обеспечен исключительно за счет расширения торговых площадей, поскольку величина сопоставимых продаж за 9M13 снизилась на 0.6% г/г. В разрезе торговых форматов основной вклад в расширение торговых площадей и рост выручки традиционно внесли дискаунтеры и супермаркеты. Так, на конец 9M13 торговая площадь дискаунтеров увеличилась на 16.9% г/г (до 1 302 тыс. кв. м), супермаркетов – на 5.9% г/г (до 391 тыс. кв. м), что транслировалось в рост выручки, который для дискаунтеров составил 8.0% г/г (до 250.9 млрд. руб.), для супермаркетов – на 4.7% г/г (до 79.6 млрд. руб.). В то же время, гипермаркеты по-прежнему остаются слабым местом компании: их торговая площадь уменьшается (359 тыс. кв. м на конец 3К13 против 371 тыс. кв. м на конец 2К13), а достаточно невысокий темп роста выручки по итогам 9M13 (на 3.6% г/г – до 45.9 млрд. руб.) был обеспечен исключительно за счет увеличения сопоставимых продаж (LFL-выручка гипермаркетов по итогам 9M13 выросла на 3% г/г).

Как уже было отмечено, по итогам 9M13 сопоставимые продажи X5 показали отрицательный прирост г/г, поскольку рост среднего чека на 3.8% г/г не смог компенсировать снижения количества покупок на 4.2% г/г. В разрезе ключевых торговых форматов, худшие показатели продемонстрировали дискаунтеры: их LFL-выручка уменьшилась на 1.5% г/г из-за снижения трафика сразу на 5.2% г/г на фоне увеличения среднего чека на 3.9% г/г. Лучше выглядят результаты супермаркетов, LFL-выручка которых уменьшилась на 0.3% г/г – рост среднего чека на 2.5% г/г почти компенсировал снижение количества покупок на 2.8% г/г. В то же время, идущая с начала года работа по оптимизации операций проблемного для X5 формата гипермаркетов дает свои плоды – это единственный торговый формат компании (без учета магазинов у дома), который с начала 2013 г. демонстрирует устойчивый рост сопоставимых продаж и трафика. Так, за 9M13 LFL-выручка гипермаркетов выросла на 3% г/г, при этом вклад увеличения среднего чека составил лишь 0.5% г/г, тогда как количество покупок выросло на 2.5% г/г.

В прошлую пятницу менеджмент X5 впервые за несколько последних лет провел встречу с инвесторами и аналитиками, которая включала пресс-конференцию на территории ММВБ и посещение магазинов сети, относящихся к различным форматам. По результатам встречи можно отметить, что в ближайшее время менеджмент намерен сосредоточиться на реновации магазинов всех торговых форматов, при этом первоочередное внимание будет уделяться дискаунтерам. Обновление торговых залов, оборудования, улучшение ассортимента и сервиса должно, в перспективе, восстановить покупательский трафик и сопоставимые продажи, а также обеспечить более быстрые темпы торговой выручки. К этому стоит добавить, что менеджмент X5 намерен изменить стратегию развития гипермаркетов, увеличив глубину проникновения на новых рынках. Так, если раньше магазины открывались в городах с населением не менее 100 тыс. человек, то теперь планка снижена вдвое – до 50 тыс. человек, при этом также будет уменьшена и площадь гипермаркетов (до 3-4.5 тыс. кв. м). На наш взгляд, намерения и планы менеджмента выглядят разумно, однако вряд ли способны радикально изменить сложившуюся для компании ситуацию в среднесрочной перспективе. Пока же X5 пересмотрела в сторону снижения ожидания по темпам роста розничной выручки в 2013 г.: если в начале года фигурировала цифра в 11%, то теперь менеджмент ожидает рост не более 8% г/г.

Размещенный недавно новый биржевой выпуск компании X5 Финанс БО-02 торгуется со спрэдом около 260 бп к ОФЗ, более короткие выпуски с дюрацией меньше 2-х лет предлагают близкий спрэд – 240-250 бп. На наш взгляд, бумаги X5, торгующиеся с премией около 100 бп к выпускам лидера продуктовой розницы Магнита (S&P: BB/Stable), оценены справедливо, учитывая стабильно более высокие темпы роста и лучшие кредитные метрики Магнита по сравнению с X5.

## Динамика операционных показателей X5 RG за 9M13

	9M13	9M12	%
<b>Всего магазинов, в т.ч.</b>	<b>4 187</b>	<b>3 472</b>	-
Дискаунтеры ("Пятерочка")	3 568	2 936	-
Гипермаркеты ("Карусель")	78	76	-
Супермаркеты ("Перекресток")	382	350	-
Магазины у дома	159	110	-
<b>Торговая площадь (тыс.кв.м.)</b>	<b>2 081</b>	<b>1 865</b>	<b>11.5%</b>
Дискаунтеры ("Пятерочка")	1 302	1 114	16.9%
Гипермаркеты ("Карусель")	359	361	-0.8%
Супермаркеты ("Перекресток")	391	369	5.9%
Магазины у дома	29	21	38.4%
<b>LFL-прирост 9M13 к 9M12</b>	<b>Продажи, RUR</b>	<b>Ср.чек, RUR</b>	<b>Трафик</b>
<b>Итого по Компании, в т.ч.</b>	<b>(0.6%)</b>	<b>3.8%</b>	<b>(4.2%)</b>
Гипермаркеты ("Карусель")	3.0%	0.5%	2.5%
Супермаркеты ("Перекресток")	(0.3%)	2.5%	(2.8%)
Дискаунтеры ("Пятерочка")	(1.5%)	3.9%	(5.2%)
Магазины у дома	14.1%	9.3%	4.4%
<b>млн. руб.</b>	<b>9M13</b>	<b>9M12</b>	<b>%</b>
<b>Розничная выручка, в т.ч.</b>	<b>382 906</b>	<b>356 207</b>	<b>7.5%</b>
Дискаунтеры ("Пятерочка")	250 870	232 300	8.0%
Супермаркеты ("Перекресток")	79 624	76 061	4.7%
Гипермаркеты ("Карусель")	45 945	44 342	3.6%
Магазины у дома	5 644	3 283	71.9%
Интернет-торговля	824	222	x3.7

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Корпоративные события

Евгений Чердаков  
e.cherdakov@zenit.ru

Кирилл Сычев  
k.sychev@zenit.ru

### О'Кей (Fitch: B+/Stable): хорошие результаты в операционном отчете за 9М13, однако в бумагах компании не стало идей

В прошлую пятницу вместе с X5 RG (B+/B2/-) операционный отчет за 3К13 и 9М13 опубликовал один из крупнейших игроков продуктового ритейла в формате «гипермаркет» – Группа О'Кей. Мы позитивно оцениваем раскрытые показатели: О'Кей зафиксировала неплохие темпы роста даже на фоне отчитавшегося ранее лидера рынка Магнита (S&P: BB/Stable).

Так, О'Кей отразила в отчете рост розничной выручки по итогам 9М13 на 19.5% г/г (до 96.9 млрд. руб.), при этом общая торговая площадь Группы выросла на 19.3% г/г (до 452 тыс. кв. м), что было обеспечено полностью за счет расширения гипермаркетов (их площадь выросла на 21.9% г/г – до 412 тыс. кв. м), тогда как торговая площадь супермаркетов не изменилась за прошедший год (41 тыс. кв. м). Сопоставимые продажи О'Кей по итогам 9М13 выросли на 8.1% г/г, что даже лучше прошлогодних результатов (по итогам 9М12 сопоставимые продажи выросли на 6.7% г/г), при этом рост был обеспечен, в основном, увеличением среднего чека на 7.1% г/г, заметно обогнавшем продуктовую инфляцию (+4.5% г/г за 9М13), тогда как количество покупок выросло на 0.9% г/г.

Сравнивая результаты уже отчитавшихся продуктовых ритейлеров, отметим, что показатели О'Кей выглядят весьма неплохо не только на фоне показывающей умеренные темпы роста X5 RG (по итогам 9М13 розничная выручка выросла на 7.5% г/г, торговая площадь – на 11.5% г/г, LFL-выручка – снизилась на 0.6% г/г), но и лидера рынка Магнита (по итогам 9М13 розничная выручка выросла на 30.6% г/г, торговая площадь – на 25.7% г/г, LFL-выручка – на 4.6% г/г), которого Группа в течение этого года стабильно обгоняет по темпам роста сопоставимых продаж. В то же время напомним, что по итогам более слабых, чем ожидалось, результатов 1К13 О'Кей скорректировала оптимистичный прогноз по темпам роста выручки на 2013 г. до 21-25% (прежний прогноз составлял 24-28%), при этом LFL-выручка, по оценкам менеджмента, увеличится на 5.5-6.5%.

Дебютный выпуск О'Кей 02 (УТР 9.02/D 1.95) торгуется сейчас со спрэдом около 270 бп к ОФЗ, что дает премию 100-120 бп к спрэдам близких по дюрации выпусков Магнита. В бумагах Группы О'Кей, на наш взгляд, уже не осталось идей – выпуск отыграл свой потенциал роста «выше рынка» и сейчас предлагает спрэд на уровне других ритейлеров с сопоставимыми рейтингами (X5 RG и Лента).

### Динамика операционных показателей сети О'Кей за 9М13

	9М13	9М12	%г
<b>Всего магазинов, в т.ч.</b>	<b>87</b>	<b>77</b>	<b>-</b>
Гипермаркеты	56	46	-
Супермаркеты	31	31	-
<b>Торговая площадь, тыс.кв.м.</b>	<b>452</b>	<b>379</b>	<b>19.3%</b>
Гипермаркеты	412	338	21.9%
Супермаркеты	41	41	-
<b>LFL-прирост</b>	<b>9М13</b>	<b>9М12</b>	
<b>Розничная выручка</b>	<b>8.1%</b>	<b>6.7%</b>	
Средний чек	7.1%	3.9%	
Трафик	0.9%	2.7%	

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Корпоративные события

Евгений Чердаков  
e.cherdakov@zenit.ru

Кирилл Сычев  
k.sychev@zenit.ru

### Мираторг (Fitch: B/Stable): сильный операционный отчет за 9М13, бумаги компании по-прежнему предлагают солидную премию к выпуску Черкизово

В четверг Мираторг, крупнейший производитель комбикормов и свинины на внутреннем рынке, опубликовал операционные результаты за 9М13. Раскрытые данные, на наш взгляд, выглядят сильно: двузначный рост производства отмечен во всех операционных сегментах Группы, при этом основными драйверами роста стали сегменты животноводства и мясопереработки, где объемы производства выросли на 35% и 55% к показателям 2012г соответственно. Основной фактор роста в сегменте животноводства – это выход на проектную мощность свиноплощадок, запущенных в 2012г. В сегменте мясопереработки рост обеспечен как увеличением загрузки, так и расширением перерабатывающих мощностей за счет реализации проекта по выпуску продукции в потребительской упаковке. Сопоставимые темпы роста показали сегменты растениеводства и производства комбикормов, где рост в годовом сопоставлении составил 46-48%. Это позволяет Мираторгу сохранить высокий уровень вертикальной интеграции и исключить влияние скачков цен на рынке кормов на маржу компании.

Рост выручки компании за 9М13, по всей видимости, будет несколько более умеренным на фоне заявленного роста объемов производства и, по нашим оценкам, составит 20-25% г/г – что, тем не менее, довольно внушительно по текущим отраслевым меркам. Во-первых, некоторым сдерживающим фактором для выручки станет традиционно околонулевая динамика роста в сегменте импорта на фоне реализуемой стратегии импортозамещения. Во-вторых, ценовой фактор: текущие цены в различных сегментах продукции мясопереработки в среднем на 10% ниже цен 2012г., что также частично нивелирует рост объемов производства.

Доходность короткого выпуска Мираторг БО-01 по текущим бидам составляет 10.5% к погашению в июле следующего года, что дает порядка 450 бп спреда к кривой ОФЗ. Спред длинного выпуска Мираторг БО-03 по бидам составляет порядка 480 бп к ОФЗ (УТМ 11.15%) к погашению в апреле 2016г., последние сделки в выпуске приходили чуть ниже по доходности – на уровне УТМ 11.1%. В любом случае, бумага предлагает очень широкую премию – более 150 бп – к близкому по дюрации выпуску Черкизово БО-04, последние крупные сделки в котором проходили на уровне УТМ 9.55% к погашению в апреле 2016г.

## Первичный рынок

Чепрагин Дмитрий  
d.chepragin@zenit.ruКирилл Сычев  
k.sychev@zenit.ru**АКБ «СОЮЗ» (S&P: B/Stable): выпуск оценен справедливо и будет интересен по нижней границе доходности**

После долгого затишья АКБ «СОЮЗ» выходит на первичный рынок, открыв сегодня книгу заявок на участие в размещении выпуска облигаций серии 06 объемом 2 млрд. руб. Срок обращения займа составляет 5 лет, по нему предусмотрена годовая оферта. Ориентир по ставке купона составляет 10.75-11.25% годовых, что дает доходность 11.04-11.57% годовых к оферте при дюрации 1 г.

АКБ «СОЮЗ» – это частный коммерческий банк, занимающий по итогам сентября 73-е место в рейтинге банков по активам. После выкупа 50%-го пакета акций у АСВ в 2012 г. единоличным акционером Банка стало ОСАО «Ингосстрах» с общей долей 99,99% акций. Несмотря на неоднократные попытки Банка переориентироваться на розничный сегмент основным направлением на текущий момент по-прежнему остается кредитование корпоративных клиентов (доля корпоративных кредитов в структуре портфеля около 60%). Стоит отметить, что в рамках недавно принятой стратегии менеджмент Банка вновь планирует сделать акцент на развитие розничного бизнеса (к 2018 г. доля розницы в структуре портфеля должна составить 60%), причем за счет синергии с клиентско-партнерской базой и офисной сетью продаж ОСАО «Ингосстрах», а также за счет выпуска совместных продуктов. С точки зрения финансов АКБ «СОЮЗ» находится на стадии восстановления. Так кредитный портфель остался на уровне начала года и составил 55.8 млрд руб. (-0.8% к 2012 г.), при этом благодаря списаниям проблемных кредитов Банку удалось улучшить его качественные характеристики (NPL 90+ сократился с 28.4% до 10.9%). В тоже время концентрация портфеля оставляет желать лучшего: на долю 10 крупнейших заемщиков приходится около 30% кредитного портфеля. При росте доли высокодоходной розницы в портфеле удивление вызывает снижающийся на протяжении 2.5 лет уровень чистой процентной маржи до 3.4% (-0.4 п.п. к 2012 г.). В качестве же сильной стороны банка можно выделить высокий уровень рентабельности и достаточности капитала банка: в 1П13 г. ROaE составил 20.7%, а достаточность капитала сохранилась на уровне 16.2%. Открытым вопросом для инвесторов остается зависимость АКБ «СОЮЗ» от средств АСВ. После окончания процедуры финансового оздоровления в 2012 г. доля средств АСВ в структуре фондирования должна постепенно снижаться (в 1П13 г. доля АСВ составила порядка 30% от обязательств). Так в начале 2014 г. Банк должен вернуть АСВ порядка 5 млрд руб., что, на наш взгляд, не вызовет каких-либо проблем, учитывая довольно неплохую подушку ликвидности (денежные средства и инвестиционные ценные бумаги составили порядка 18 млрд руб. в 1П13 г.).

В связи с отсутствием на рынке собственных выпусков эмитента в качестве ориентира, на наш взгляд, можно рассмотреть наиболее близкий по дюрации и рейтингам выпуск Татфондбанк БО-11 (УТР по бидам 11.56%/ D 0.90 г.). Маркетингуемый ориентир доходности транслируется в спред к кривой ОФЗ на уровне 510-560 бп., что дает дисконт в размере 50 бп. по нижней границе доходности к выпуску Татфондбанка БО-11. Новый выпуск, являясь одним из самых высокодоходных предложений на первичном рынке, на наш взгляд, оценен справедливо и будет интересен для инвесторов уже по нижней границе доходности. Дисконт в размере 50 бп. к Татфондбанк БО-11 объясняется рейтинговой разницей в одну ступень, а заявленный ориентир совпадает с доходностью размещенных за последний месяц выпусков Банков рейтинговой группы «В».

**АКБ "СОЮЗ"****Основные параметры выпусков**

Эмитент	ОАО АКБ "СОЮЗ"
Рейтинг (S&P/M/F)	-/-/B
По мбардный список ЦБ	соответствует требованиям
Серия 06	2 000 млн. руб.
Срок обращения	5 лет
Оферта	Через 1 год @ 100%
Купонный период	182 день
Ориентир по купону	10.75%-11.25% годовых
Ориентир по УТР	11.04%-11.57% годовых
Дюрация	1 год
Размещение на ФБ ММВБ	17 октября 2013 г.
Организаторы	ОАО "Газпромбанк", ЗАО «ВТБ Капитал», АКБ «СОЮЗ»
Агент по размещению	АКБ «СОЮЗ»

## Первичный рынок

Кирилл Сычев  
k.sychev@zenit.ruЧепрагин Дмитрий  
d.chepragin@zenit.ru**НОТА-БАНК (В/В2/-): участие в размещении может быть интересным с середины маркируемого диапазона**

Сегодня открывается книга заявок на выпуск НОТА-Банк БО-01, номинальным объемом 1.5 млрд руб. Заявленная организаторами доходность находится в диапазоне 11.04-11.30% к годовой оферте, что дает спред к кривой ОФЗ на уровне 500-530 бп.

С момента размещения предыдущего займа в апреле 2013г., Нота-банк был источником хороших новостей. В частности, банк получил рейтинг от S&P (B) и добился повышения рейтинга на 1 ступень от Moody's (B2), что выглядит особенно ценно, учитывая преимущественно негативный баланс рейтинговых действий этого агентства в отношении российских банков за последнее время. Банк выпустил полугодовую МСФО, где был отражен по-прежнему сильный рост: +8% с начала года по активам и +22% – по валовому кредитному портфелю, в результате структура баланса постепенно нормализуется, а доля кредитного портфеля в активах достигла уровня 50%. С точки зрения качества портфеля работа менеджмента также заслуживает позитивных оценок: по итогам полугодия банк показал снижение объема просрочек, доля которых в портфеле остается крайне незначительной, заметно подросли разве что риски концентрации. Показатели рентабельности и маржи чуть снизились и приблизились к средним по сектору значениям (NIM 4.8%, ROaE 15.6%), но при этом операционная эффективность осталась на относительно слабом уровне (Cost / Income 0.6x). Показатели долговой нагрузки и достаточности капитала по данным отчетности остались без существенных изменений и, на наш взгляд, по-прежнему являются потенциально уязвимыми сторонами кредитного профиля банка. По данным презентации банка, докапитализация в 2013г. ожидается за счет доэмиссии, увеличения объема субординированных обязательств, а также их частичной конвертации в капитал. Пока же эти факты не нашли отражения в МСФО отчетности.

С момента размещения выпуск Нота-Банк БО-03 показал неплохое сужение спреда. Так, размещение бумаги в апреле прошло с премией к кривой ОФЗ на уровне 640 бп (УТР 12.1%), текущие же биды в выпуске Нота-Банк БО-03 находятся на отметке УТР 10.2%, что дает спред к кривой ОФЗ на уровне 425 бп. Заявленный организаторами ориентир доходности нового выпуска к годовой оферте составляет 11.04-11.30% (+500-530 бп к ОФЗ), что, с одной стороны, дает не менее 75 бп премии к спреду обращающегося выпуска за полугодовое удлинение дюрация. С другой стороны, заявленные ориентиры соответствуют нижней половине диапазона доходностей размещений «В»-банков, прошедших за последний месяц. На наш взгляд, участие в выпуске Нота-Банк БО-01 может быть интересным, начиная с середины заявленного к размещению диапазона.

**НОТА-БАНК БО-01****Основные параметры выпуска**

Эмитент	НОТА-Банк (ОАО)
Рейтинги эмитента	В / В2
Ломбардный список ЦБ	Соответствует требованиям
Объем выпуска	1 500 млн. руб.
Срок обращения	3 года
Купонный период	182 дня
Оферта	Через 1 год @ 100%
Ориентир по купону	10.75 - 11.00% годовых
Ориентир по УТР	11.04 - 11.30% годовых
Дюрация	0.97 года
Тип размещения	Букбилдинг
Закрывание книги	15 октября 2013 г.
Размещение на ФБ ММВБ	17 октября 2013 г.
Организаторы	БК Регион, НОТА-Банк

## Первичный рынок

## Первичный рынок: корпоративные выпуски

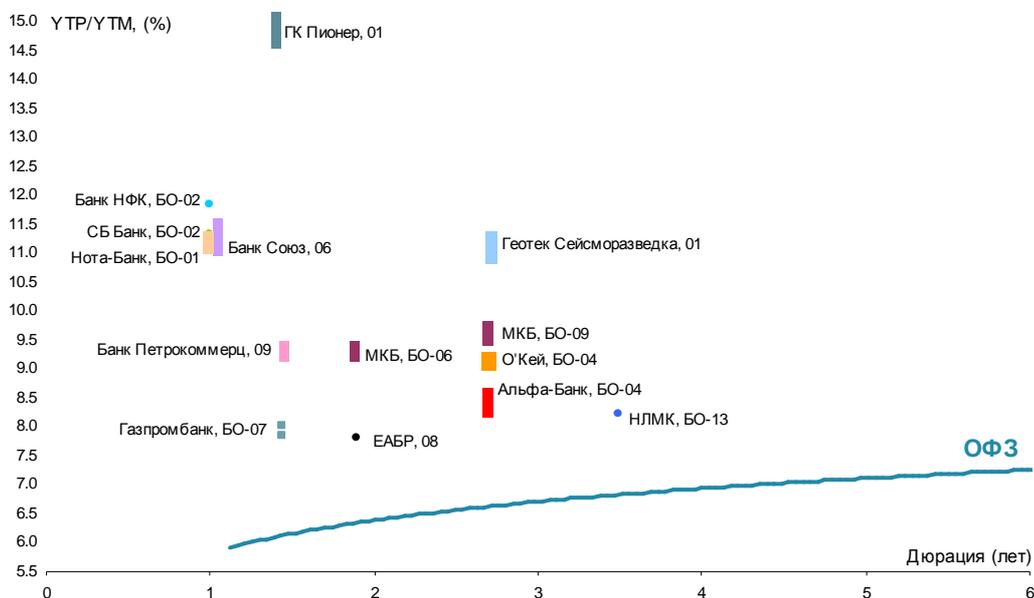
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем размещения, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Заккрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
НЛМК, БО-13	BB+ / Ваа3 / BBB-	да	5 000	8.21	07.10.2013	14.10.2013	нет / 3.49 г.	4 г. / 10 лет
Банк НФК, БО-02	B / В3 / -	да	2 000	11.83	10.10.2013	14.10.2013	нет / 1 г.	1 г. / 3 г.
РЖД, БО-13	BBB / Ваа1 / BBB	да	25 000	Купон: 7.10	10.10.2013	14.10.2013	н/д	нет / 20 лет
СБ Банк, БО-02	- / В3 / -	да	2 000	11.30	11.10.2013	15.10.2013	нет / 1 г.	1 г. / 3 г.
О'Кей, БО-04	- / - / В+	да	5 000	9.10-9.20	11.10.2013	15.10.2013	нет / 2.69 г.	3 г. / 5 лет
ЕАБР, 08	BBB / А3 / -	да	5 000	7.80	10.10.2013	16.10.2013	нет / 1.89 г.	2 г. / 7 лет
Банк Союз, 06	B / - / -	да	2 000	11.04-11.57	15.10.2013	17.10.2013	нет / 1 г.	1 г. / 5 лет
Нота-Банк, БО-01	B / В2 / -	да	1 500	11.04-11.30	15.10.2013	17.10.2013	нет / 1 г.	1 г. / 3 г.
Газпромбанк, БО-07	BBB- / Ваа3 / BBB-	да	10 000	7.85-8.00	16.10.2013	22.10.2013	нет / 1.44 г.	1.5 г. / 3 г.
Геотек Сейсмозащита, 01	B / - / -	да	3 000	10.78-11.30	17.10.2013	23.10.2013	нет / 2.64 г.	3 г. / 5 лет
Банк Петрокоммерц, 09	В+ / В1 / -	да	5 000	9.15-9.46	21.10.2013	24.10.2013	нет / 1.43 г.	1.5 г. / 5 лет
МКБ, БО-06	BB- / В1 / BB-	да	5 000	9.10-9.41	22.10.2013	24.10.2013	нет / 1.87 г.	2 г. / 5 лет
МКБ, БО-09	BB- / В1 / BB-	да	3 000	9.41-9.73	22.10.2013	24.10.2013	нет / 2.68 г.	3 г. / 5 лет
Альфа-Банк, БО-04	BB+ / Ва1 / BBB-	да	10 000	8.16-8.68	22.10.2013	24.10.2013	нет / 2.71 г.	нет / 3 г.
Домашние деньги, БО-01	NR	нет	1 000	18.81-19.91	25.10.2013	29.10.2013	нет / 1 г.	1 г. / 3 г.
УК Квартстрой, 01	B- / - / -	да	1 500	15.56-16.64	25.10.2013	29.10.2013	нет / 2.51 г.	нет / 3 г.
ГК Пионер, 01	B- / - / -	да	2 000	14.49-15.03	XX.10.2013	XX.10.2013	нет / 1.40 г.	1.5 г. / 3 г.

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
ВТБ, БО-43	BBB / Ваа2 / BBB	да	20 000	н/д / 100%	7.71-7.98	7.82	11.10.2013	нет / 1.43 г.
Татфондбанк, БО-08	- / В3 / -	да	2 000	1.3 / 100%	11.72-12.25	12.15	10.10.2013	нет / 1.41 г.
Силловые машины, 02	- / Ва1 / -	да	10 000	1.4 / 100%	8.26-8.58	8.26	10.10.2013	нет / 2.72 г.
Разгуляй-Финанс, БО-01	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	11.62	09.10.2013	нет / 1 г.



# Торговые идеи

## ЛОКАЛЬНЫЕ ВЫПУСКИ

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Цена послед. сделки	УТР/УТМ	Дюрация	Комментарий
НПК, БО-01	Globaltrans: - / Ba3 / BB	101.80	8.56	1.31	Одно из самых доходных предложений среди качественных заемщиков рейтинговой категории В+/ВВ-, сильный операционный профиль и кредитные метрики материнской компании
НПК, БО-02		100.70	8.75	1.31	
Газпром нефть, 08	BBB- / Baa3 / -	102.31	7.73	2.11	Наиболее интересное предложение в рамках сектора среди заемщиков инвестиционного качества с учетом предлагаемой доходности и дюрации - спрэд к ОФЗ на уровне 170-180 бп
Газпром нефть, 09		102.05	7.78	2.11	
ГТЛК, 01	BB- / - / -	102.00	10.23	2.06	Наиболее доходное предложение среди финансовых компаний с госучастием на рынке
ГТЛК, 02		102.00	10.14	2.07	
Русский Стандарт, БО-02	В+ / Ba3 / В+	100.69	10.42	1.37	Доходное предложение среди частных банков категории В+/ВВ-, более 50-80 бп премии к выпускам ХКФ Банка
Русский Стандарт, БО-03		100.84	8.83	0.85	
Восточный Экспресс Банк, БО-07	- / Ba1 / BBB+	100.58	10.15	1.20	Новый выпуск одного из крупнейших розничных банков предлагает премию как к собственным бумагам сопоставимой дюрации (около 30 бп к выпуску БО-10), так и к выпускам основных игроков в рамках сегмента. Спрэд к близким по дюрации бумагам ТКС Банка составляет около 40 бп, к выпускам ХКФ Банка, Русского Стандарта и МКБ - 120-200 бп
Мираторг-Финанс БО-03	- / - / В	100.90	11.12	2.15	Дополнительные 150 бп к спрэду Мираторг-Финанс БО-01, премия к выпуску Черкизово БО-04 около 210 бп при аналогичных кредитных рейтингах

Данные в таблице по состоянию на 11.10.2013

## ЕВРООБЛИГАЦИИ

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Цена послед. сделки	УТW	Дюрация	Комментарий
VTB'17	BBB / Baa1 / BBB	105.69	4.23	3.20	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)		106.52	4.64	3.85	
VTB'18 (6.875)		108.58	4.78	3.97	
VTB'20		105.54	5.58	5.75	
RCCF'17	В+ / B2 / В	98.46	8.41	2.35	Выпуск интересен для buy&hold с учетом относительно небольшой дюрации и предлагаемой доходности
GPBRU'19 (sub)	BB+ / Ba1 / -	106.00	5.96	4.55	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-	100.51	5.79	2.42	Широкая премия около 200 бп к собственным старшим выпускам с большей дюрацией
FESHRU'18	BB- / - / В+	87.60	11.59	3.69	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		87.43	11.54	4.78	
EVRAZ'17	В+ / B1 / ВВ-	103.23	6.36	3.06	Спрэды выпусков к Северстали и НЛМК по-прежнему достаточно широки, при этом потенциал сужения мы оцениваем на уровне 100 бп за счет консолидации в отчетность Распадской с 2013 г. и возможного улучшения конъюнктуры на рынке стали
EVRAZ'18		109.06	7.12	3.66	

Данные в таблице по состоянию на 11.10.2013

# 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.