

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Евгений Чердаков
e.cherdakov@zenit.ru

 Кирилл Сычев
k.sychev@zenit.ru

Аэрофлот (Fitch: BB-/Stable): позитивные операционные результаты за 9М13, однако в бумагах компании по-прежнему не видим идей

Вчера российский национальный авиаперевозчик опубликовал операционные данные за 9М13. Мы позитивно оцениваем раскрытые показатели. По итогам 9М13 Аэрофлот нарастил показатель пассажирооборота на 20.1% г/г (до 45 362 млн. пкм), а пассажиропоток компании вырос на 18.4% г/г (до 15.732 млн. пасс.), что отражает наблюдающееся в течение последних лет увеличение объема пассажирских авиаперевозок. Темпы роста основных показателей за 9М13 несколько уступают аналогичной динамике прошлого года. Так, по итогам 9М12 пассажирооборот рос сопоставимыми темпами (на 19.7% г/г), а пассажиропоток рос быстрее (на 26.1% г/г). Вместе с тем, в этом году улучшилась ситуация с заполняемостью рейсов: по итогам 9М13 занятость пассажирских кресел компании составила около 80%, тогда как показатель за 9М12 находился на уровне 78.5%. Кроме того, по динамике ключевых показателей Аэрофлот по-прежнему опережает среднеотраслевые результаты. Так, согласно данным Росавиации за 9М13 общий пассажирооборот гражданской авиации вырос на 15.7% г/г, пассажиропоток – на 14.5% г/г, а занятость пассажирских кресел составила 80.8%.

Единственный обращающийся на рынке биржевой выпуск компании Аэрофлот БО-01 (УТМ 7.99/D 2.23) торгуется сейчас со спрэдом около 160 бп к ОФЗ, что примерно соответствует текущему среднему спрэду на сопоставимой дюрации прочих заемщиков с госучастием и рейтингом уровня «BB» (ТрансКонтейнер, АЛРОСА). На наш взгляд, в рамках сектора наиболее интересно по-прежнему выглядят бумаги НПК (Moody's: B1/Positive), предлагающие более 80 бп премии к более длинному Аэрофлот БО-01, притом что материнская компания НПК – Глобалтранс (-/Ba3/BB) – характеризуется сопоставимым с Аэрофлотом кредитным рейтингом и более сильными кредитными метриками, а также обладает, на наш взгляд, лучшими перспективами роста бизнеса, особенно в свете достаточно высокой M&A-активности в прошлом году. Кроме того, инвесторам, готовым принять более высокий уровень кредитного риска, может быть интересен рублевый бонд логистического оператора FESCO (BB-/B+) – ДВМП БО-02 (УТМ 9.48/D 2.25), предлагающий около 150 бп премии к бумагам Аэрофлота.

Динамика операционных показателей ОАО «Аэрофлот» за 9М13

	9М13	9М12	%%
Пассажирооборот, млн. пкм	45 362	37 771	20.1%
Занятость пассажирских кресел	79.7%	78.5%	1.2 пп
Пассажиропоток, тыс. чел.	15 732	13 292	18.4%

Источник: Данные Компании

Корпоративные события

Евгений Чердаков
e.cherdakov@zenit.ruКирилл Сычев
k.sychev@zenit.ru**Металлоинвест (ВВ-/Ва2/ВВ-): слабые результаты в операционном отчете за 3К13, бумаги компании оценены справедливо и имеют более привлекательные альтернативы**

Вчера Металлоинвест (ВВ-/Ва2/ВВ-), крупнейшая российская горнорудная компания, опубликовала операционные результаты за 3К13 и 9М13 в целом. Мы оцениваем результаты за 3К13 как слабые. В прошлом квартале компания в основном снижала как производство, так и отгрузки металлургического сырья. Так, в 3К13 продажи ГБЖ/ПВЖ снизились на 3.6% кв/кв (производство – на 2.7% кв/кв), а отгрузки железной руды сократились на 12.5% кв/кв (производство снизилось лишь на 1.1% кв/кв). Продажи стальной продукции в 3К13 уменьшились на 2.9% кв/кв, тогда как выпуск стали сократился на 1.1% кв/кв. В то же время, в 3К13 выросло производство и отгрузка окатышей (соответственно на 4.2% кв/кв и 6.4% кв/кв) и чугуна (соответственно на 0.5% кв/кв и 4.3% кв/кв).

Итоговый результат за 9М13 тоже не внушает особого оптимизма: увеличение производства и отгрузок продемонстрировали, по сути, только ГБЖ/ПВЖ, тогда как по остальным позициям произошло снижение. Так, объем производства ГБЖ/ПВЖ немного увеличился по итогам 9М13 (на 1.4% г/г) и составил 3 973 тыс. тонн, тогда как продажи выросли на 4.5% г/г (до 1 853 тыс. тонн). На этом позитивные новости, пожалуй, закончились. Производство железной руды сократилось по итогам 9М13 на 4.4% г/г (до 28 748 тыс. тонн), а продажи снизились на 10.8% г/г (до 8 356 тыс. тонн). Производство окатышей снизилось на 1.8% г/г (до 16 846 тыс. тонн), их отгрузки – на 3.1% г/г (до 10 128 тыс. тонн). Наконец, продажи металлургической продукции упали на 16.4% г/г (до 3 219 тыс. тонн) на фоне сокращения выпуска стали на 16.8% г/г (до 3 509 тыс. тонн).

На рынке евробондов длинный выпуск METINR'20 (YTM 5.66/D 5.48) торгуется со спрэдом около 230 бп к суверенной кривой, что соответствует спрэду более длинного CHMFRU'22 (YTM 6.21/D 7.03) и дает премию около 60 бп к близким по дюрации бумагам НЛМК (ВВ+/Ваа3/ВВВ-), что выглядит справедливо, ограничивая потенциал дальнейшего роста бумаги. Короткий выпуск METINR'16 (YTM 3.74/D 2.49) также не предлагает каких-либо идей, торгуясь на уровне сопоставимого по дюрации CHMFRU'16 (YTM 3.50/D 2.51). Более интересной идеей в рамках сектора мы по-прежнему считаем выпуски Евраз (В+/Ва3/ВВ-), в частности, EVRAZ'18 и EVRAZ'20, средний спред которых на 180 бп шире, чем у METINR'20.

На рублевом рынке выпуски Металлоинвеста торгуются сейчас примерно с одинаковым спрэдом к ОФЗ вдоль всей кривой, который составляет около 200 бп, что дает минимальную премию около 20 бп к сопоставимым по дюрации бумагам ММК (-/Ва3/ВВ+). Исходя из этого, мы считаем, что выпуски Металлоинвеста могут представлять интерес в рамках диверсификации портфеля в рамках сектора. В то же время, на наш взгляд, по-прежнему сохраняют свою привлекательность выпуски Сибметинвеста с годовой дюрацией, которые торгуются сейчас со спрэдом 320-330 бп к ОФЗ, предлагая свыше 100 бп премии к немного более длинным бумагам Металлоинвеста.

Динамика операционных показателей Металлоинвеста

тыс. тонн	9М13	9М12	%
Объемы производства			
Товарная железная руда	28 748	30 061	-4.4%
Окатыши	16 846	17 149	-1.8%
Чугун	1 616	1 603	0.8%
ГБЖ/ПВЖ	3 973	3 919	1.4%
Сталь	3 509	4 220	-16.8%

тыс. тонн	9М13	9М12	%
Объемы отгрузок			
Окатыши	10 128	10 449	-3.1%
Товарная железная руда	8 356	9 371	-10.8%
Стальная продукция	3 219	3 851	-16.4%
ГБЖ/ПВЖ	1 853	1 773	4.5%
Чугун	1 007	664	51.7%
Прочее	36	289	-87.5%

тыс. тонн	3К13	2К13	%
Объемы производства			
Товарная железная руда	9 550	9 653	-1.1%
Окатыши	5 716	5 486	4.2%
Чугун	550	547	0.5%
ГБЖ/ПВЖ	1 273	1 308	-2.7%
Сталь	1 113	1 125	-1.1%

тыс. тонн	3К13	2К13	%
Объемы отгрузок			
Окатыши	3 496	3 286	6.4%
Товарная железная руда	2 649	3 027	-12.5%
Стальная продукция	1 022	1 052	-2.9%
ГБЖ/ПВЖ	597	619	-3.6%
Чугун	385	369	4.3%
Прочее	8	6	33.3%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

Евгений Чердаков
e.cherdaikov@zenit.ruКирилл Сычев
k.sychev@zenit.ru**Черкизово (Moody's: B2/Stable): нейтральный операционный отчет по итогам 9М13, бумаги компании не представляют особого интереса**

Вчера Группа «Черкизово» опубликовала операционные результаты за 9М13. Мы нейтрально оцениваем раскрытые показатели. Так, по итогам 9М13 Группа увеличила продажи в сегменте птицеводства в натуральном выражении на 6.5% г/г (до 251.4 тыс. тонн), при этом средние рублевые цены реализации оставались стабильными (рост на 0.5% г/г), а цены в долларах снизились на 1.2% г/г, что было вызвано ослаблением рубля. Сегмент мясопереработки показал сходную динамику: объем продаж вырос на 5.7% г/г (до 99.4 тыс. тонн), рублевые цены сохранились на уровне прошлого года (-0.3% г/г), долларовые – снизились на 1.9% г/г. Основные изменения в течение 9М13 были сосредоточены в рамках сегмента свиноводства, где Группа нарастила объем производства более чем в 1.5 раза г/г, загружая новые мощности и стремясь компенсировать снижение средних рублевых цен реализации на 22.6% г/г (на 24% в долларах). Отметим, вместе с тем, что ценовая ситуация на рынке свинины начала медленно улучшаться, начиная с середины 2К13: так, по итогам 9М13 динамика рублевых цен заметно улучшилась по сравнению с 1К13, когда снижение г/г составляло около 29%. По нашим оценкам, столь существенный рост продаж в сегменте свиноводства с запасом перекроет снижение отпускных цен и обеспечит темпы роста долларовой выручки сегмента за 9М13 на уровне более 21% г/г. В целом же по Группе мы ожидаем роста выручки в долларах на уровне более 7% г/г, тогда как темп снижения EBITDA г/г, вероятно, составит около 50%.

Размещенный в этом году 3-хлетний выпуск Черкизово БО-04 (YTM 9.23/D 2.23) торгуется сейчас со спрэдом около 280 бп к ОФЗ и на этом уровне предлагает минимальную премию около 30 бп к X5 Финанс БО-02 (+250 бп к ОФЗ; YTM 9.01/D 2.59), что, на наш взгляд, выглядит слишком узко, и практически не дает премии к выпуску Лента 03 (+268 бп к ОФЗ; YTP 9.06/D 2.18), притом, что питерский ритейлер обладает лучшим кредитным рейтингом и куда более низким уровнем долговой нагрузки. Кроме того, инвесторам с повышенным аппетитом к риску может быть интересен выпуск Мираторг-Финанс БО-03 (YTM 11.19/D 2.22), который предлагает около 200 бп премии к близкому по дюрации Черкизово БО-04, притом, что и Черкизово, и Мираторг (Fitch: B/Stable) обладают сопоставимыми кредитными рейтингами. На наш взгляд, потенциал сужения спрэдов по выпуску Мираторга БО-03 по-прежнему составляет не менее 50 бп.

Динамика операционных показателей Группы «Черкизово» за 9М13

	9М13	9М12	%г
Птицеводство			
Объем продаж, тыс. тонн	251.4	236.1	6.5%
Ср. цена реализации, руб./кг*	76.78	76.43	0.5%
Ср. цена реализации, долл./кг*	2.43	2.46	-1.2%
Свиноводство			
Объем продаж, тыс. тонн	111.7	70.1	59.3%
Ср. цена реализации, руб./кг*	63.36	81.85	-22.6%
Ср. цена реализации, долл./кг*	2.00	2.63	-24.0%
Мясопереработка			
Объем продаж, тыс. тонн	99.4	94.0	5.7%
Ср. цена реализации, руб./кг*	146.10	146.49	-0.3%
Ср. цена реализации, долл./кг*	4.62	4.71	-1.9%

* - цены без учета НДС

Источник: Данные Компании,
расчеты Банка ЗЕНИТ

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

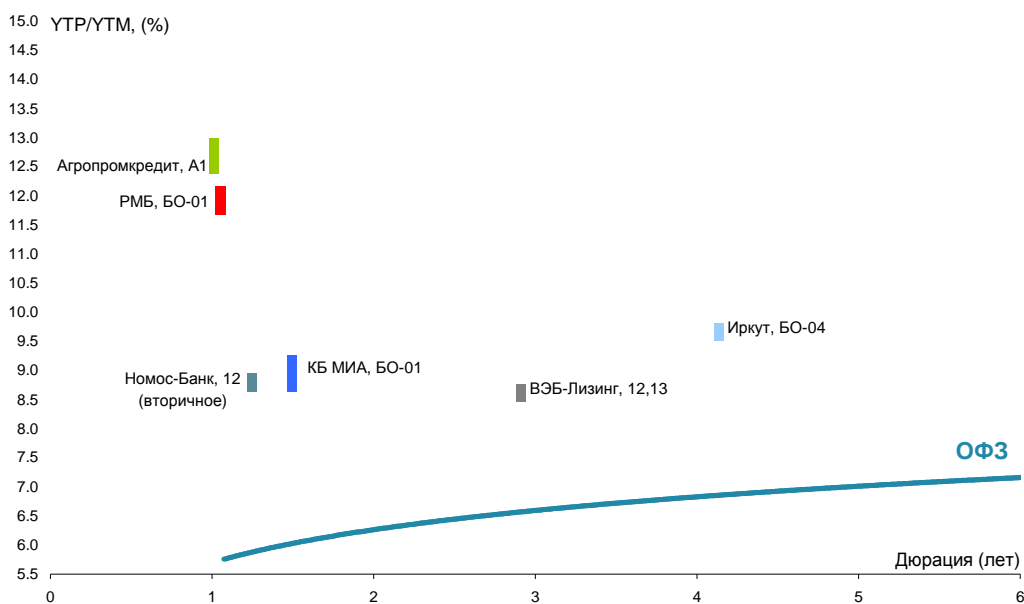
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем размещения, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
КБ МИА, БО-01	- / Ba2 / -	да	1 500	8.68-9.20	01.11.2013	06.11.2013	нет / 1.44 г.	1.5 г. / 3 г.
Номос-Банк, 12 (вторичное)	- / Va3 / BB-	да	до 2 200	8.70-8.90	01.11.2013	06.11.2013	нет / 1.23 г.	1.5 г. / 4 г.
Трансфин-М, БО-20	NR	нет	1 000	н/д	01.11.2013	06.11.2013	н/д	нет / 3 г.
Трансфин-М, БО-21	NR	нет	1 000	н/д	01.11.2013	06.11.2013	н/д	нет / 3 г.
Управление отходами, 01	NR	нет	2 800	1-й купон - 11.00	н/д	07.11.2013	н/д	5 лет / 10.5 л
ВЭБ-Лизинг, 12	BBB / - / BBB	да	5 000	8.42-8.68	06.11.2013	12.11.2013	да / 2.87 г.	нет / 5 лет
ВЭБ-Лизинг, 13	BBB / - / BBB	да	5 000	8.42-8.68	06.11.2013	12.11.2013	да / 2.87 г.	нет / 5 лет
РМБ, БО-01	- / B3 / -	да	1 500	11.57-12.10	12.11.2013	14.11.2013	нет / 1 г.	1 г. / 3 г.
Иркут, БО-04	- / Va2 / -	да	5 000	9.46-9.73	12.11.2013	18.11.2013	нет / 4.09 г.	5 лет / 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.

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
Трансаэро, БО-03	NR	нет	3 000	н/д / 100%	12.12-12.66	12.55	31.10.2013	нет / 1.80 г.
АйМаниБанк, 01	- / B3 / -	да	1 500	н/д / 100%	13.10-13.65	13.65	31.10.2013	нет / 1 г.
МКБ, БО-07	BB- / B1 / BB-	да	5 000	2.0 / 100%	9.31-9.41	9.31	30.10.2013	нет / 2.68 г.
Икс 5 Финанс, БО-03	B+ / - / -	да	5 000	н/д / 100%	9.10-9.31	9.05	30.10.2013	нет / 2.69 г.
ГК Пионер, 01	B- / - / -	да	2 000	н/д / 100%	14.49-15.03	15.03	30.10.2013	нет / 1.40 г.
Трансфин-М, БО-19	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.78	30.10.2013	нет / 2.64 г.
КИТ Финанс Капитал, БО-01	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.25	30.10.2013	нет / 2.66 г.
Домашние деньги, БО-01	NR	нет	1 000	н/д / 100%	18.81-19.91	19.91	29.10.2013	нет / 1 г.
Райффайзенбанк, БО-01	BBB / Vaа3 / BBB+	да	10 000	н/д / 100%	7.80-7.95	7.80	29.10.2013	нет / 1.89 г.
РЖД - Развитие вокзалов, 01	NR	нет	250	н/д / 100%	н/д	13.10	25.10.2013	нет / 1 г.
Банк Петрокоммерц, 09	B+ / B1 / -	да	5 000	2.0 / 100%	9.15-9.46	9.15	24.10.2013	нет / 1.43 г.
МКБ, БО-06	BB- / B1 / BB-	да	5 000	2.0 / 100%	9.10-9.41	9.15	24.10.2013	нет / 1.87 г.
Альфа-Банк, БО-04	BB+ / Va1 / BBB-	да	10 000	н/д / 100%	8.16-8.68	8.42	24.10.2013	нет / 2.71 г.
Геотек Сейсморазведка, 01	B / - / -	да	3 000	1.0 / 100%	10.78-11.30	10.78	23.10.2013	нет / 2.64 г.



Торговые идеи

ЛОКАЛЬНЫЕ ВЫПУСКИ

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Цена послед. сделки	УТР/УТМ	Дюрация	Комментарий
НПК, БО-01	-/ B1 / -	102.44	8.25	1.27	Одно из самых доходных предложений среди качественных заемщиков рейтинговой категории В+/ВВ-, сильный операционный профиль и кредитные метрики материнской компании
НПК, БО-02		102.41	8.27	1.27	
ГЕОТЕК Сейсморазведка, 01	B / - / -	-	10.78*	2.64*	Дебютный выпуск лидера российского рынка нефтесервисных услуг в сегменте сейсморазведки, более 200 бп премии к бумагам БК Евразия
ГТЛК, 01	ВВ- / - / -	101.60	9.61	2.01	Наиболее доходное предложение среди финансовых компаний с госучастием на рынке
ГТЛК, 02		101.60	9.37	2.02	
Русский Стандарт, БО-02	В+ / B2 / В+	100.86	9.08	1.32	Доходное предложение среди частных банков категории В+/ВВ-, более 100 бп премии к выпускам ХКФ Банка
Русский Стандарт, БО-04		100.85	9.56	1.25	
Восточный Экспресс Банк, БО-07	- / B1 / -	100.50	10.20	1.15	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	100.70	11.36	2.22	Дополнительные 80 бп к спреду Мираторг-Финанс БО-01, премия к выпуску Черкизово БО-04 около 180 бп при аналогичных кредитных рейтингах

*показатели на размещении по цене 100%

Данные в таблице по состоянию на 31.10.2013

ЕВРООБЛИГАЦИИ

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Цена послед. сделки	УТW	Дюрация	Комментарий
VTB'17	BBB / Baa2 / BBB	106.93	3.82	3.15	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)		107.97	4.26	3.80	
VTB'18 (6.875)		110.22	4.38	3.92	
VTB'20		107.81	5.19	5.72	
RCCF'17	B+ / B2 / В	98.78	8.28	2.30	Выпуск интересен для buy&hold с учетом относительно небольшой дюрации и предлагаемой доходности
GPBRU'19 (sub)	BB+ /Ba3 / ВВ+	106.41	5.87	4.66	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
RSNB'21 (sub)	- / Ba3 / ВВ+	102.27	5.05	2.37	Выпуск интересен за счет относительно небольшой дюрации и широкой премии (порядка 200 бп) к собственным старшим выпускам
FESHRU'18	ВВ- / - / В+	91.17	10.52	3.82	Дебютные выпуски одного из крупнейших частных логистических операторов FESCO являются, на текущий момент, самым доходным предложением в корпоративном секторе, торгуясь со спрэдом свыше 800 бп к суверенной кривой
FESHRU'20		90.79	10.76	5.00	
EVRAZ'18	В+ / B1 / ВВ-	100.32	6.67	3.93	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)		110.05	6.85	3.77	

Данные в таблице по состоянию на 31.10.2013

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>

Начальник Департамента	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Константин Поспелов	konstantin.pospelov@zenit.ru

Управление продаж

Валютные и рублевые облигации	Юлия Шабанова	j.shabanova@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Максим Симагин	m.simagin@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Александр Валканов	a.valkanov@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Юлия Паршина	y.parshina@zenit.ru

Аналитическое управление

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

Управление рынков долгового капитала

		ibcm@zenit.ru
Рублевые облигации	Денис Ручкин	d.ruchkin@zenit.ru
	Андрей Пашкевич	a.pashkevich@zenit.ru
	Фарида Ахметова	f.akhmetova@zenit.ru
	Марина Никишова	m.nikishova@zenit.ru
	Вера Панова	vera.panova@zenit.ru
	Алексей Басов	a.basov@zenit.ru
	Екатерина Гашигуллина	e.gashigullina@zenit.ru

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.