

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Корпоративные события

Евгений Чердаков  
e.cherdakov@zenit.ru

Кирилл Сычев  
k.sychev@zenit.ru

**Магнит (S&P: BB/Pos):** слабая динамика долларовых показателей в отчете за 1П14 обусловлена ослаблением рубля, выпуски компании выглядят малопривлекательно на фоне бумаг Ленты

Сегодня крупнейшая розничная сеть Магнит раскрыла финансовые результаты за 1П14. Компания недавно также опубликовала операционный отчет за 1П14, включая данные по торговой выручке, так что финансовый отчет интересен с точки зрения динамики показателей компании в долларовом эквиваленте и операционной рентабельности. Напомним, что рублевая выручка Магнита в 1П14 показала рост на 27.9% г/г, тогда как рост продаж в долларовом эквиваленте составил только 13.4% г/г (до 9 979 млн. долл.), что стало следствием ослабления рубля в течение 1П14, которое, по данным Bloomberg, составило около 12.7% г/г. Рост EBITDA по итогам 1П14 составил 32.4% г/г в рублях и 17.4% г/г – в долларах. Опережающий рост показателя позволил увеличить рентабельность по EBITDA Магнита до 10.5% (рост на 0.4 пп г/г). Подводя итог, отметим, что Магнит вновь продемонстрировал сильные результаты, которые пока выглядят лучше прогноза компании на текущий год в части выручки (менеджмент ожидает рост на 22-24% г/г в рублях, ближе к верхней границе) и совпадает с фактическими для EBITDA (рентабельность около 10.5%). В то же время, похоже, у Магнита наконец появился достойный конкурент в лице сети гипермаркетов Лента (S&P: B+/St), которая стала абсолютным лидером по темпам роста в 1П14 (рублевая выручка выросла на 38.3% г/г, а сопоставимые продажи – на 13.8% г/г) и уже примеряет на себя лавры “нового Магнита”. Вместе с тем, по объемам бизнеса Лента все еще в несколько раз уступает Магниту.

В бумагах Магнита, как и на внутреннем рынке в целом, с началом украинского кризиса произошло существенное сжатие ликвидности. Последние относительно крупные сделки проходили со спрэдом 80-120 бп к ОФЗ, что, в большей степени, стало следствием репрайсинга суверенной кривой на волне ужесточения санкций. В то же время, если посмотреть на бумаги Ленты, то наиболее ликвидный среди них выпуск Лента 03 индикативно торгуется со спрэдом 220-250 бп к ОФЗ, что, на наш взгляд, заметно повышает его привлекательность на фоне бумаг Магнита.

### Ключевые операционные и финансовые показатели Магнита по итогам 1П14

млн. долл.	1П14	1П13	%
<b>Выручка, в т.ч.</b>	<b>9 979</b>	<b>8 796</b>	<b>13.4%</b>
Магазины у дома	7 633	6 940	10.0%
Гипермаркеты	1 830	1 559	17.4%
Валовая прибыль	2 777	2 398	15.8%
EBITDA	1 045	890	17.4%
Чистая прибыль	556	469	18.6%
Валовая рентабельность	27.8%	27.3%	0.6 пп
Рентабельность по EBITDA	10.5%	10.1%	0.4 пп
Чистая рентабельность	5.6%	5.3%	0.2 пп

	1П14	1П13	%
<b>Всего магазинов, в т.ч.</b>	<b>8 618</b>	<b>7 416</b>	<b>-</b>
Магазины у дома	7 614	6 552	16.2%
Гипермаркеты	169	138	22.5%
Семейные магазины	57	26	x2.2
Магазины косметики	778	700	11.1%
<b>Торговая площадь, тыс.кв.м.</b>	<b>3 189</b>	<b>2 748</b>	<b>16.0%</b>
Магазины у дома	2 434	2 129	14.3%
Гипермаркеты	505	423	19.4%
Семейные магазины	67	31	116.1%
Магазины косметики	184	164	12.2%

LFL-прирост 1П14 к 1П13	Выручка, RUR	Ср.чек, RUR	Трафик
<b>Итого по Компании</b>	<b>10.63%</b>	<b>7.46%</b>	<b>2.95%</b>
Магазины у дома	9.26%	7.23%	1.90%
Гипермаркеты	12.28%	6.37%	5.55%

млн. руб.	1П14	1П13	%
<b>Розничная выручка, в т.ч.</b>	<b>348 904</b>	<b>272 801</b>	<b>27.9%</b>
Магазины у дома	266 982	215 261	24.0%
Гипермаркеты	64 008	48 358	32.4%
Семейные магазины	10 082	4 203	x2.4
Магазины косметики	7 832	4 978	x1.6

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Корпоративные события

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

## ТМК (В+/В1/-): нейтральный операционный отчет за 1П14, бумаги компании среди лидеров рынка по темпам сужения спрэдов

Вчера крупнейший российский производитель труб нефтегазового сортамента ТМК опубликовал операционные результаты за 2К14 и 1П14. Мы оцениваем раскрытые данные нейтрально. Так, общий объем отгрузок труб во 2К14 прекратил снижение и стабилизировался на уровне 1 034 тыс. тонн (+1.2% кв/кв). Основным фактором здесь стало восстановление объемов продаж сварных труб, которые во 2К14 выросли сразу на 9.3% кв/кв (до 433 тыс. тонн), тогда как отгрузки бесшовных труб продолжили сокращаться и снизились на 4% кв/кв (до 601 тыс. тонн). Отметим также, что заказы на нефтегазовые труб (ОСТГ) сократились на 2.2% кв/кв (до 480 тыс. тонн).

Итоги 1П14 в целом выглядят не так оптимистично: общий объем отгрузок упал на 3.9% г/г (до 2 056 тыс. тонн), в том числе бесшовных труб на 1.4% г/г (до 1 227 тыс. тонн) и сварных труб – на 7.6% г/г (до 829 тыс. тонн), несмотря на хорошие результаты в 2К14, что обусловлено слабой динамикой 1К14, в котором поставки этих труб снижались как г/г (на 8.5%), так и кв/кв (на 15.9%) из-за сокращения спроса в сегментах ТБД и линейных труб. В то же время, ТМК нарастила отгрузки более маржинальных ОСТГ-труб в 1П14 на 8.1% г/г (до 971 тыс. тонн). В разрезе данных по отдельным дивизионам можно отметить, что сокращение отгрузок в 1П14 было обусловлено результатами российского дивизиона, который снизил общий объем продаж на 8.4% г/г (до 1 381 тыс. тонн), тогда как американский дивизион увеличил аналогичный показатель на 6.8% г/г (до 592 тыс. тонн). В свою очередь, результаты российского дивизиона стали следствием ряда факторов, в том числе переноса сроков строительства некоторых магистральных трубопроводов и сопутствующих им инфраструктурных проектов, в результате чего отгрузка бесшовных линейных труб в 1П14 снизилась на 18.4% г/г (до 213 тыс. тонн). Также, вследствие снижения спроса со стороны машиностроительных предприятий, объем отгрузки бесшовных труб промышленного назначения в 1П14 сократился на 16.1% г/г (до 138 тыс. тонн). Кроме того, в 1П14 российский дивизион ТМК снизил объемы отгрузки сварных труб на 12.8% г/г (до 493 тыс. тонн), что, как уже было отмечено, стало результатом снижения спроса в сегментах ТБД и сварных линейных труб. Если проецировать операционные показатели за 1П14 на финансовые результаты компании, принимая также в расчет ослабление рубля в течение 1-го полугодия и повышение во 2К14 цен на прокат, а вслед за ним и на трубы (на 5-10% по новым контрактам), на наш взгляд, стоит ожидать снижения выручки ТМК в 1П14 на 10-15% г/г, тогда как для EBITDA снижение может составить 20-25% г/г.

За последние неполные 3 месяца бумаги ТМК показали весьма впечатляющий рост по сравнению с минимумами второй волны распродаж. Так, в конце апреля TRUBRU'18 торговался по 95.86% от номинала, а к середине июля его котировки выросли более чем на 9 фигур и достигли 105%. Еще лучшую динамику показал более длинный TRUBRU'20, который с минимумов начала мая (86.12%) прибавил почти 12.5 пп и к середине июля торговался по 98.58% от номинала. Ценовой рост бумага был поддержан объявлением о сделке по поставкам газа в Китай, которая предполагает строительство газопровода "Сила Сибири" и обеспечивает спрос на ТБД в длительной перспективе. Однако в результате очередного ужесточения санкций, произошедшего на прошлой неделе, евробонды российских эмитентов вновь оказались под сильным давлением, в результате чего котировки TRUBRU'18 снизились до 102.89%, TRUBRU'20 – до 94.47%. Что касается динамики спрэдов за последние 3 месяца, то стоит отметить, что евробонды ТМК оказались в лидерах рынка. Восстановление цен после распродаж привело к сужению спрэдов бумаг к кривой UST по сравнению с концом апреля, которое для TRUBRU'18 составило около 160 бп, сейчас спред к UST бумаги составляет 560-570 бп, что 40-50 бп уже среднего спреда за последние 3 месяца (около 610 бп). Результаты TRUBRU'20 оказались чуть скромнее: бумага сузила спред к UST примерно на 110 бп, текущие спред находится на уровне 610-620 бп, что близко к среднему уровню за последние 3 месяца (610 бп).

## Динамика операционных показателей ТМК

тыс. тонн	1П14	1П13	%
Бесшовные трубы	1 227	1 244	-1.4%
Сварные трубы	829	897	-7.6%
<b>Всего труб</b>	<b>2 056</b>	<b>2 140</b>	<b>-3.9%</b>
в т.ч. ОСТГ	971	898	8.1%

тыс. тонн	2К14	1К14	%
Бесшовные трубы	601	626	-4.0%
Сварные трубы	433	396	9.3%
<b>Всего труб</b>	<b>1 034</b>	<b>1 022</b>	<b>1.2%</b>
в т.ч. ОСТГ	480	491	-2.2%

Источник: Данные Компании, 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
--------	------------------	------------------------------------	------------------------------	-----------------------------	----------------	-----------------	---------------------	------------------

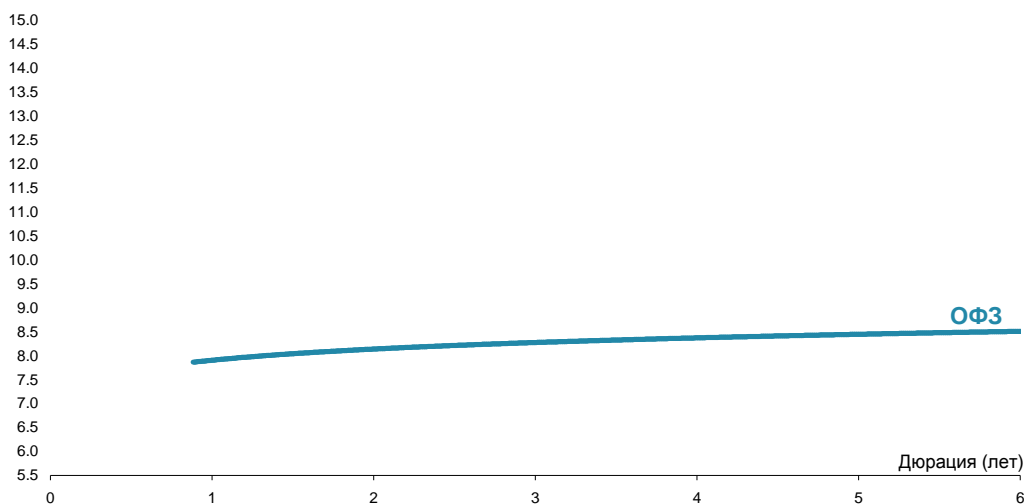
Цветом выделены выпуски, по которым идет сбор заявок

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
Трансфин-М, БО-30	NR	нет	2 500	н/д / 100%	10.25-10.51	10.25	18.07.2014	нет / 2.66 г
Банк ФК Открытие, БО-05 (допразм.)	BB- / Ва3 / -	да	5 000	н/д / 100%	10.67-10.79	10.79	16.07.2014	нет / 1 г
Стройжилинвест, 01	NR	нет	3 000	н/д / 100%	н/д	9.20	16.07.2014	нет / 1 г
МКБ, БО-11	BB- / В1 / BB	да	5 000	н/д / 100%	10.99-11.41	11.20	10.07.2014	нет / 1.42 г
МКБ, БО-10	BB- / В1 / BB	да	5 000	н/д / 100%	10.78-11.20	10.78	10.07.2014	нет / 1 г
ВТБ, БО-26	BBB- / Ваа2 / -	да	10 000	н/д / 100%	10.00-10.22	9.90	01.07.2014	нет / 1.84 г
Ашинский метзавод, БО-01	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	9.99	30.06.2014	нет / 6.59 г
Трансфин-М, БО-29	NR	нет	2 500	н/д / 100%	н/д	10.78	30.06.2014	нет / 4 г
Альфа-Банк, БО-11	BB+/Ва1/BBB-	да	5 000	н/д / 100%	10.78-11.04	10.51	30.06.2014	нет / 2.65 г
Банк ЗЕНИТ, БО-14	- / Ва3 / BB-	да	6 000	0.3 / 29.2%	н/д	8.68	27.06.2014	нет / 2.7 г
Оборонпром, 03	NR	да	2 927	н/д / 100%	н/д	11.83	27.06.2014	нет / 6.18 г
Балтийский лизинг, 01	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	12.35	27.06.2014	нет / 2.56 г
Балтийский лизинг, 02	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	12.35	27.06.2014	нет / 2.56 г
Газпромбанк, БО-09	BBB- / Ваа3 / BBB-	да	10 000	н/д / 100%	9.83-10.04	9.83	27.06.2014	нет / 1.43 г
Банк ЗЕНИТ, БО-13	- / Ва3 / BB-	да	5 000	1.3 / 100%	10.78-11.04	10.78	26.06.2014	нет / 1 г
Абсолют Банк, БО-01 (вторичное)	- / В1 / В+	да	до 5 000	1.0 / 100%	не более 11.04	11.04	25.06.2014	нет / 1.42 г
Фольксваген Банк РУС, 07	BBB- / - / -	да	5 000	7.0 / 100%	10.20-10.46	9.57	25.06.2014	нет / 1.87 г
Россельхозбанк, БО-04	- / Ваа3 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	9.78	9.78	25.06.2014	нет / 1 г
Россельхозбанк, БО-07	- / Ваа3 / BBB-	да	10 000	н/д / 100%	9.83-10.04	9.78	25.06.2014	нет / 1 г
Кредит Европа Банк, БО-18	- / Ва3 / BB-	да	5 000	1.5 / 100%	11.83-12.36	11.73	23.06.2014	нет / 1 г
АКБ Пересвет, 03	В+ / В3 / -	да	2 000	н/д / 100%	12.63-12.89	12.68	20.06.2014	нет / 0.5 г
Т-Генерация, 01	NR	нет	1 150	н/д / 100%	н/д	12.36	20.06.2014	нет / 3.89 г
Трансфин-М, БО-24	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.78	16.06.2014	нет / 2.64 г

УТР/УТМ, (%)



# 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

Зам.начальника Департамента

Зам.начальника Департамента

Кирилл Копелович  
Константин Поспелов  
Виталий Киселев

[kopelovich@zenit.ru](mailto:kopelovich@zenit.ru)  
[konstantin.pospelov@zenit.ru](mailto:konstantin.pospelov@zenit.ru)  
[v.kiselev@zenit.ru](mailto:v.kiselev@zenit.ru)

## Управление продаж

Валютные и рублевые облигации  
Валютные и рублевые облигации  
Валютные и рублевые облигации  
Валютные и рублевые облигации

Юлия Шабанова  
Максим Симагин  
Александр Валканов  
Юлия Паршина

[j.shabanova@zenit.ru](mailto:j.shabanova@zenit.ru)  
[m.simagin@zenit.ru](mailto:m.simagin@zenit.ru)  
[a.valkanov@zenit.ru](mailto:a.valkanov@zenit.ru)  
[y.parshina@zenit.ru](mailto:y.parshina@zenit.ru)

## Аналитическое управление

Макроэкономика  
Макроэкономика/кредитный анализ  
Кредитный анализ  
Кредитный анализ  
Акции

Акции  
Облигации

Владимир Евстифеев  
Кирилл Сычев  
Евгений Чердаков  
Дмитрий Чепрагин  
Евгения Лобачева

[research@zenit.ru](mailto:research@zenit.ru)  
[firesearch@zenit.ru](mailto:firesearch@zenit.ru)

[v.evstifeev@zenit.ru](mailto:v.evstifeev@zenit.ru)  
[k.sychev@zenit.ru](mailto:k.sychev@zenit.ru)  
[e.cherdakov@zenit.ru](mailto:e.cherdakov@zenit.ru)  
[d.chepragin@zenit.ru](mailto:d.chepragin@zenit.ru)  
[eugenia.lobacheva@zenit.ru](mailto:eugenia.lobacheva@zenit.ru)

## Управление рынков долгового капитала

Рублевые облигации

Денис Ручкин  
Фарида Ахметова  
Марина Никишова  
Вера Панова  
Алексей Басов  
Екатерина Гашигуллина

[ibcm@zenit.ru](mailto:ibcm@zenit.ru)

[d.ruchkin@zenit.ru](mailto:d.ruchkin@zenit.ru)  
[f.akhmetova@zenit.ru](mailto:f.akhmetova@zenit.ru)  
[m.nikishova@zenit.ru](mailto:m.nikishova@zenit.ru)  
[vera.panova@zenit.ru](mailto:vera.panova@zenit.ru)  
[a.basov@zenit.ru](mailto:a.basov@zenit.ru)  
[e.gashigullina@zenit.ru](mailto: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. © 2014 Банк ЗЕНИТ.