

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Корпоративные события

Наталья Толстошеина Кирилл Сычев  
 n.tolstosheina@zenit.ru k.sychev@zenit.ru

**ФосАгро (BBB-/Baa3/BB+): неоднозначные операционные результаты за 9M14, бумаги компании имеют более интересные альтернативы**

Вчера ФосАгро, один из ведущих мировых производителей фосфорсодержащих удобрений, опубликовал операционные показатели за 9M14, которые мы оцениваем как неоднозначные. Совокупный объем производства удобрений за 9M14 увеличился на 5.6% г/г до 4 589.6 тыс. тонн, чему способствовало увеличение выпуска как фосфорсодержащих (+3.8% г/г до 3 556 тыс. тонн), так и азотных удобрений (+12.3% г/г до 1 034 тыс. тонн). За 9M14 продажи всех удобрений ФосАгро увеличились на 4.3% г/г до 4 598.1 тыс. тонн. В частности, продажи азотных удобрений выросли на 16.1% г/г до 1 080 тыс. тонн, в основном, в результате увеличения реализации карбамида на 24.3% г/г до 775 тыс. тонн. В то же время, реализация фосфорсодержащих удобрений за 9M14 увеличилась весьма сдержанными темпами, на 1.1% г/г до 3 518 тыс. тонн, поскольку рост объемов реализации удобрений ДАФ/МАФ, NPK, ЖКУ и PKS был практически полностью нивелирован сокращением объема продаж сульфоаммофоса более чем в 2 раза до 103 тыс. тонн. Кроме того, за 9M14 компания заметно, на 18.6% г/г до 1 886 тыс. тонн, сократила продажи апатитового концентрата, что во многом обусловлено плановыми ремонтами производственного оборудования.

По данным компании, в 2014 году на рынке удобрений заметно улучшилась ценовая конъюнктура по сравнению с прошлым годом. В частности, летом цены на удобрения DAF превышали отметку 500 долл./тонна, в конце сентября 2014 г. немного скорректировались до 470 долл./тонна, что на 30% выше их уровня на середину октября 2013 г.

В целом, учитывая увеличение объема реализации удобрений за 9M14 на 4.3% г/г, положительную динамику цен и ослабление курса рубля к бивалютной корзине (более 50% выручки компании приходится на Европу, Северную и Латинскую Америку), но при этом более существенное по сравнению с 1П14 сокращение объема продаж апатитового концентрата, мы ожидаем замедления темпов роста рублевой выручки ФосАгро за 9M14 по сравнению с 1П14 до 3-5% г/г.

Единственный выпуск еврооблигаций компании, PHORRU'18, в настоящее время торгуется по 96.5%-97% от номинала, что соответствует спреду к UST на уровне 370-390 бп. По нашему мнению, выпуск PHORRU'18 является не слишком интересным для инвесторов, поскольку с аналогичным спредом на рынке торгуются бумаги компаний первого эшелона. В частности, сделки по еврооблигациям Газпрома (BBB-/Baa1/BBB), GAZPRU'18, и по более короткому выпуску РЖД (BBB-/Baa2/BBB), RURAIL'17, проходят со спредом около 370 бп к UST.

### Ключевые операционные показатели ФосАгро за 9M14

Производство, тыс. тонн	9M14	9M13	%
Апатитовый концентрат	5 740	5 905	-2.8%
Нефелиновый концентрат	669	718	-6.8%
<b>Фосфорсодерж. удобрения</b>	<b>3 556</b>	<b>3 427</b>	<b>3.8%</b>
в том числе ДАФ/МАФ	1 749	1 628	7.4%
NPK	1 392	1 284	8.3%
Сульфоаммофос	101	220	-54.3%
ЖКУ	72	68	5.6%
КМКФ	186	183	1.6%
PKS	37	0	
Сульфат калия	20	43	-52.7%
<b>Азотные удобрения</b>	<b>1 034</b>	<b>921</b>	<b>12.3%</b>
в том числе САФУ	121	109	10.4%
Аммиачная селитра	171	182	-6.3%
Карбамид	743	630	17.9%

Продажи, тыс. тонн	9M14	9M13	%
Апатитовый концентрат*	1 886	2 316	-18.6%
Нефелиновый концентрат	671	718	-6.6%
<b>Фосфорсодерж. удобрения</b>	<b>3 518</b>	<b>3 480</b>	<b>1.1%</b>
в том числе ДАФ/МАФ	1 780	1 683	5.8%
NPK	1 346	1 285	4.7%
Сульфоаммофос	103	230	-55.1%
ЖКУ	61	59	4.1%
КМКФ	181	179	0.8%
PKS	28	0	
Сульфат калия	21	45	-53.9%
<b>Азотные удобрения</b>	<b>1 080</b>	<b>930</b>	<b>16.1%</b>
в том числе САФУ	118	110	7.4%
Аммиачная селитра	187	197	-5.1%
Карбамид	775	623	24.3%
<b>ВСЕГО УДОБРЕНИЙ</b>	<b>4 598</b>	<b>4 410</b>	<b>4.3%</b>
в т.ч. пр-во ОАО «Апатит»	2 557	3 034	-15.7%
для пр-ва ОАО «Апатит»	55.6%	68.8%	-13.2 пп

\* реализация внешним покупателям

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Корпоративные события

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

## Магнит (S&amp;P: BB/Pos): сильная динамика финансовых результатов за 3К14 и 9М14, но выпуски компании не представляют интереса

Сегодня Магнит первым из крупнейших продуктовых ритейлеров опубликовал отдельные показатели финансовой отчетности за 3К14 и 9М14 в целом. Компания недавно уже раскрывала операционные данные за тот же период, так что текущий отчет интересен, главным образом, динамикой результатов Магнита в долларовом эквиваленте и изменением операционной рентабельности. Отметим, что по итогам 3К14 компания показала рекордные темпы роста выручки, в рублях рост составил 34.2% г/г (до 193.6 млрд. руб.), в долларах рост составил 21.6% г/г (до 5.35 млрд. долл.), при этом различие в темпах роста обусловлено ослаблением курса рубля в течение этого года. По итогам 9М14 в целом рост выручки в рублях составил 30% г/г (до 542.7 млрд. руб.), в долларах – 16.2% г/г (до 15.3 млрд. долл.). Рост выручки за 9М14 поддержали как расширение торговых площадей на 17.1% г/г (до 3 327 тыс. кв. м), так и хороший рост сопоставимых продаж (рост показателя за 9М14 составил 13.1% г/г). В то же время, Магнит показал еще более сильную динамику роста EBITDA. Так, в 3К14 показатель (в долларах) вырос на 29.8% г/г (до 665 млн. долл.), что позволило увеличить рентабельность по EBITDA на 0.8 пп г/г – до 12.4%. Рост EBITDA за 9М14 в целом составил 21.9% г/г (до 1.7 млрд. долл.), опережающий рост показателя позволил нарастить уровень рентабельности по итогам 9М14 до 11.2% (+0.5 пп г/г). Результаты за 9М14 заметно опережают собственный прогноз Магнита на 2014 г., предполагающий рост рублевой выручки на 22-24% (ближе к верхней границе) и рентабельность по EBITDA на уровне 10.5%. Сейчас уже ясно, что компания превзойдет эти показатели с учетом традиционного пика спроса в конце года. Напомним, что хорошую динамику показателей Магнита с начала года уже оценило агентство S&P, которое в мае подтвердило рейтинг компании, повысив прогноз по нему до «позитивного», что отражает ожидания агентства, что компании удастся поддерживать устойчивый рост даже в непростых экономических условиях.

В бумагах Магнита, как и на внутреннем рынке в целом, с началом украинского кризиса произошло заметное снижение ликвидности. Основная активность сейчас сосредоточена в выпусках Магнит БО-07 и Магнит 01, последние крупные сделки, а также текущие биды в этих бумагах дают достаточно широкий спрэд к кривой ОФЗ – в диапазоне от 170 до 230 бп. В то же время, более-менее ликвидные бумаги X5 (B+/B2/-) и Ленты (B+/B1/-) торгуются в диапазоне 260-300 бп. С учетом того, что сейчас даже первоклассные заемщики с инвестиционным рейтингом предлагают премию более 200 бп к ОФЗ на годовой дюрации, выпуски продуктового ритейла, в целом, выглядят не особо привлекательно.

## Ключевые операционные и финансовые показатели Магнита по итогам 9М14

млн. долл.	9М14	9М13	%
<b>Выручка, в т.ч.</b>	<b>15 335</b>	<b>13 195</b>	<b>16.2%</b>
Магазины у дома	11 709	10 343	13.2%
Гипермаркеты	2 779	2 372	17.2%
Валовая прибыль	4 394	3 690	19.1%
ЕБИТДА	1 713	1 404	22.0%
Чистая прибыль	958	754	27.1%
Валовая рентабельность	28.7%	28.0%	0.7 пп
Рентабельность по EBITDA	11.2%	10.6%	0.5 пп
Чистая рентабельность	6.2%	5.7%	0.5 пп

	9М14	9М13	%
<b>Всего магазинов, в т.ч.</b>	<b>9 020</b>	<b>7 646</b>	<b>-</b>
Магазины у дома	7 891	6 783	16.3%
Гипермаркеты	175	148	18.2%
Семейные магазины	68	30	x2.3
Магазины косметики	886	685	29.3%
<b>Торговая площадь, тыс.кв.м.</b>	<b>3 327</b>	<b>2 841</b>	<b>17.1%</b>
Магазины у дома	2 520	2 196	14.8%
Гипермаркеты	522	448	16.5%
Семейные магазины	79	35	x2.3
Магазины косметики	206	162	27.2%

LFL-прирост 9М14 к 9М13	Выручка, RUR	Ср.чек, RUR	Трафик
<b>Итого по Компании</b>	<b>13.12%</b>	<b>8.42%</b>	<b>4.33%</b>
Магазины у дома	12.27%	8.56%	3.42%
Гипермаркеты	12.97%	6.78%	5.80%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Первичный рынок

## Первичный рынок: корпоративные выпуски

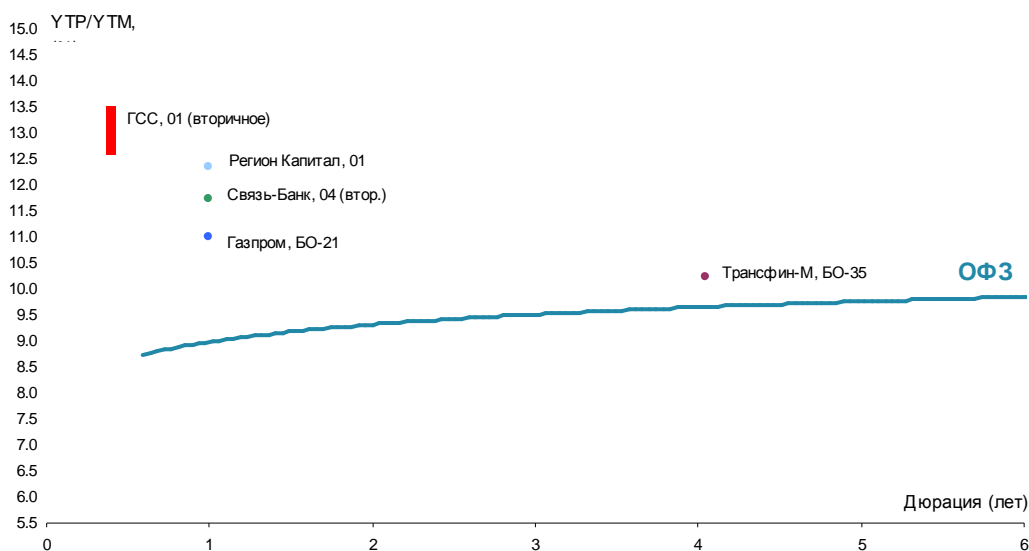
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашения
Связь-Банк, 04 (вторичное)	BB / - / BB	да	до 5 000	не более 11.72	23.10.2014	24.10.2014	нет / 1 г	1 г / 6.5 лет
Трансфин-М, БО-35	NR	нет	2 500	10.25	23.10.2014	27.10.2014	нет / 4.04 г	5 лет / 10 лет
Регион Капитал, 01	NR	нет	2 000	12.36	23.10.2014	27.10.2014	нет / 1 г	1 г / 3 г
Газпром, БО-21	BBB- / Baa1 / BBB	да	15 000	10.99	21.10.2014	28.10.2014	н/д	1 г / 30 лет
ГСС, 01 (вторичное)	- / - / BB	да	до 4 000	12.56-13.44	29.10.2014	30.10.2014	нет / 0.38 г	0.4 г / 2.4 г

Цветом выделены в 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
Русфинанс Банк, БО-11	BBB- / Ba1 / BBB	да	5 000	н/д / 100%	11.88-11.99	12.04	23.10.2014	нет / 1 г
РГС-Недвижимость, БО-03	NR	нет	3 000	н/д / 100%	н/д	11.30	23.10.2014	нет / 0.5 г
РГС-Недвижимость, БО-01	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	11.30	22.10.2014	нет / 0.5 г
Транснефть, БО-03	BBB- / Baa1 / -	да	15 000	н/д / 100%	11.09-11.30	11.30	22.10.2014	нет / 1.42 г
Открытие Холдинг, БО-04	NR	нет	5 000	н/д / 100%	12.89-13.42	13.42	16.10.2014	нет / 1.41 г
Фольксваген Банк Рус, 09	BBB- / - / -	да	5 000	н/д / 100%	11.30-11.73	11.62	16.10.2014	нет / 1.84 г
Трансфин-М, БО-25	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.78	15.10.2014	нет / 1 г
Фольксваген Банк Рус, 08	BBB- / - / -	да	5 000	н/д / 100%	11.30-11.73	11.62	15.10.2014	нет / 1.84 г
Авангард-Агро, 01	NR	нет	3 000	н/д / 100%	12.10-12.63	12.36	14.10.2014	нет / 1 г
Трансфин-М, БО-34	NR	нет	2 500	н/д / 100%	н/д	10.25	13.10.2014	нет / 3.39 г
Россельхозбанк, БО-14	- / Baa3 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	н/д	11.41	13.10.2014	нет / 6.27 г
Россельхозбанк, БО-13	- / Baa3 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	н/д	11.41	10.10.2014	нет / 6.27 г
Русфинанс Банк, 14	BBB- / Ba1 / BBB	да	4 000	1.5 / 100%	11.51-11.73	11.73	08.10.2014	нет / 1.42 г
Татфондбанк, БО-11 (допвыпуск)	B / B2 / -	да	1 000	н/д / 100%	12.66	12.66	07.10.2014	нет / 0.91 г
Промсвязьбанк, БО-06	BB- / Ba3 / BB-	да	5 000	н/д / 100%	12.04-12.68	12.36	02.10.2014	нет / 1 г
Росбанк, А7	- / Baa3 / BBB	да	3 000	2.4 / 100%	11.04-11.57	11.09	30.09.2014	нет / 1 г
АКБ Пересвет, БО-01	B+ / - / -	да	3 000	н/д / 100%	13.37-13.92	13.65	29.09.2014	нет / 0.72 г
Российский Капитал, БО-01 (вторич.)	- / - / B+	да	2 385	н/д / 100%	н/д	12.34	29.09.2014	0.93 г / 2 г
Газпромбанк, БО-10	BBB- / Baa3 / BBB-	да	10 000	н/д / 100%	11.30-11.57	11.09	26.09.2014	нет / 1 г
МОЭСК, БО-04	BB / Ba2 / BB+	да	5 000	н/д / 100%	11.30-11.83	11.30	25.09.2014	нет / 2.62 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>

## Аналитическое управление

Акции	Облигации	<a href="mailto:research@zenit.ru">research@zenit.ru</a> <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	Наталья Толстошеина	<a href="mailto:n.tolstosheina@zenit.ru">n.tolstosheina@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:evgenia.lobacheva@zenit.ru">evgenia.lobacheva@zenit.ru</a>

## Управление рынков долгового капитала

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

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.