



Утренний Express-О

2 ИЮЛЯ 2014 Г.



Технический монитор



КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ



ВТБ (Baa2/BBB-/-): субординированные еврооблигации в швейцарских франках.



Самарская область (Ba1/BB+/-): первичное предложение.

Газпрому (Baa1/BBB-/BBB), возможно, придется платить акциз с «Глубокого потока» с 2015 г.

ВТБ (Baa2/BBB-/-): субординированные еврооблигации в швейцарских франках.

В качестве ориентира можно взять субординированный выпуск ГПБ (GPB-24 CHF, также по новым правилам), у которого call-option в мае 2019 года, а купон определяется по схожему принципу - выпуск торгуется сейчас с доходностью 4,41%. Вероятно, доходность размещения ВТБ (Baa2/BBB-/-) может сложиться даже немного выше текущей доходности суборда ГПБ (Baa3/BBB-/BBB-) (до 20 б.п.) в силу немного большей дюрации и схожести рисков банков для зарубежных инвесторов (кривые в долларовых евробондах и в евро у ВТБ и ГПБ стоят очень близко). Кроме этого на итоги размещения может оказывать давление новостной фон, влияние которого сейчас, скорее, отрицательное.

Комментарий. С 1 июля ВТБ начнет встречи с инвесторами в Цюрихе и Женеве для размещения субординированных еврооблигаций во франках. Книга заявок, скорее всего, будет закрыта 3 июля вечером или 4 утром. Организаторами выбраны швейцарские банки Credit Suisse и UBS, а также ВТБ Капитал.

В качестве ориентира можно взять субординированный выпуск ГПБ (GPB-24 CHF, также по новым правилам), у которого call-option в мае 2019 года, а купон определяется по схожему принципу (5,125% to 13may2019, then 5Y CHF Swap Rate + 4,418%). Выпуск торгуется сейчас с доходностью 4,41%. Вероятно, доходность размещения ВТБ (Baa2/BBB-/-) может сложиться даже немного выше текущей доходности суборда ГПБ (Baa3/BBB-/BBB-) (до 20 б.п.) в силу немного большей дюрации и схожести рисков банков для зарубежных инвесторов (кривые в долларовых евробондах и в евро у ВТБ и ГПБ стоят очень близко). Кроме этого на итоги размещения может оказывать новостной фон, влияние которого сейчас, скорее, отрицательное.

Напомним, ВТБ представил инвесторам негативные результаты по МСФО за 1 квартал 2014 года ([см. наш кредитный комментарий от 28 мая](#)). Сложившаяся конъюнктура оказала существенное давление на финансовые метрики Группы. Так, несмотря на сохранение NIM на уровне аналогичного периода прошлого года (4,5%) Банк остался практически без прибыли – финансовый результат составил всего 0,4 млрд руб. Основные причины: начисление резервов (47,6 млрд руб.), убыток по операциям с фининструментами (3,9 млрд руб.) и иностранными валютами (8,2 млрд руб.). В том числе только события на Украине, по данным Банка, принесли ему порядка 18 млрд руб. убытка.

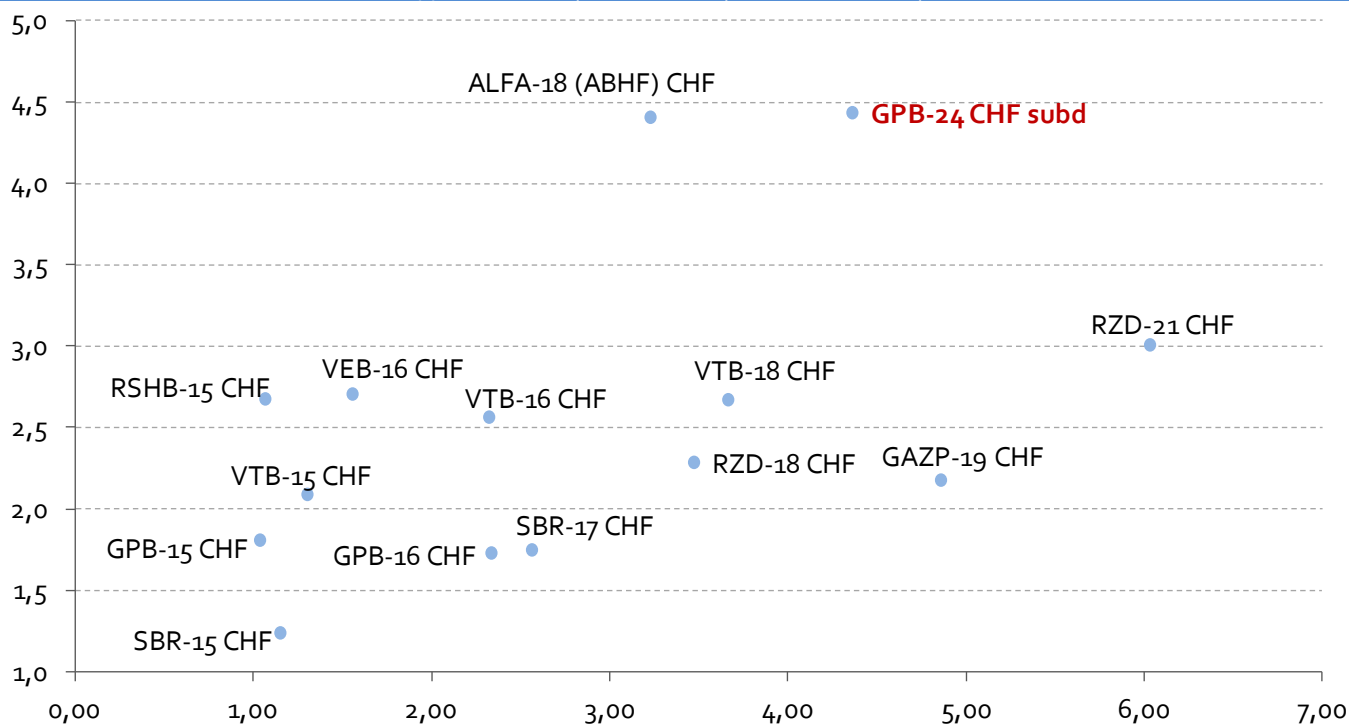
2 ИЮЛЯ 2014

Финансовые показатели ВТБ по МСФО

Показатели отчетности, млрд руб.	2012	2013	1Q2013	1Q2014	1Q2014/2013
Активы	7 416	8 769	7 603	9 402	7%
Денежные средства	569	354	583	578	63%
доля в активах	8%	4%	8%	6%	-
Кредиты (net)	4 762	5 969	4 948	6 272	5%
Кредиты (gross)	5 085	6 330	5 293	6 684	6%
доля в активах	64%	68%	65%	67%	-
NPL (>90дн.)	5,4%	4,7%	5,4%	5,8%	-
покрытие NPL резервами	1,18	1,21	1,21	1,06	-
кредиты /средства клиентов	1,2	1,4	1,3	1,3	-
Финансовые активы	930	1 014	1 006	1 155	14%
доля в активах	13%	12%	13%	12%	-
Инвестиционная собственность	148	161	152	171	7%
доля в активах	2%	2%	2%	2%	-
Коэффициент достаточности общего капитала	14,7%	14,7%	14,5%	14,0%	-
Показатели прибыльности, млрд руб.	2012	2013	1Q2013	1Q2014	1Q2014/1Q2013
Создание резервов под обесценение	-59	-97	-22	-48	116%
Операционные доходы	356	426	89	104	17%
Прибыль	91	95	16	0,4	-97%
Качественные показатели деятельности	2012	2013	1Q2013	1Q2014	1Q2014 vs 1Q2013
ROAA	1,3%	61,6%	0,8%	0,0%	-0,8%
ROAE	13,0%	11,1%	8,1%	0,2%	-7,9%
C / I	50,9%	49,3%	51,3%	50,6%	-0,7%
NIM	4,2%	4,5%	4,5%	4,5%	0,0%

Источники: данные банка, расчеты PSB Research

Доходности еврооблигаций финансового сектора



Елена Федоткова

Самарская область (Ba1/BV+/-): первичное предложение.

Самарская область 10 июля в рамках конкурса планирует разместить 7-летние облигации объемом 12 млрд руб. Индикатив 1 ставки купона – 10,3-10,6% годовых, YTM 10,7-11,03% годовых при дюрации 2,95 г. Самарская область активный участник рынка рублевых облигаций и ее бумаги пользуются спросом у инвесторов. Учитывая, что выпуск предлагает премию к последним размещениям Ярославской области и Якутии, а также к вторичному рынку, Самарская область вполне может разместиться по нижней границе, а если позволит конъюнктура – еще ниже, в районе 10,5% годовых. Кредитный профиль Самарской области остается устойчивым, несмотря на замедление экономики и необходимость исполнять президентские указы по зарплате, при этом уровень госдолга на общем фоне субъектов РФ был низким.

Самарская область предлагает 7-летние облигации на 12 млрд руб...

Индикатив YTM 10,7-11,03%, дюрация 2,95 года...

Ориентиром для Самарской области могут стать недавние размещения Якутии и Ярославской области...

Комментарий. Самарская область планирует 10 июля 2014 г. в рамках конкурса разместить 7-летние облигации объемом 12 млрд руб. Индикатив 1 ставки купона составляет 10,3-10,6% годовых, YTM 10,7-11,03% годовых при дюрации 2,95 г.

Кредитный профиль Самарской области остается устойчивым, несмотря на замедляющуюся экономику (присутствуют цикличные сектора как металлургия, машиностроение и металлообработка) и необходимость исполнять президентские указы по зарплате бюджетникам, при этом уровень госдолга на общем фоне субъектов РФ был низким (38% от соб. доходов, причем, 35-37% госдолга – госгарантии). В 2014 г., согласно плану, при сохранении тренда предыдущих лет по социальным расходам госдолг области может еще вырасти, но не выйдет за рамки 45-50% по соотношению госдолг/соб. доходы. Отметим, что по ВРП Самарская область в 2012 г. в РФ была на 12 месте (942 млрд руб.) из 83 регионов.

Ключевые финансовые показатели млрд руб.	Самарская область (Ba1/BV+/-)						Республика Саха (Якутия) (-/BB+/BBB-)				Красноярский край (Ba2/BV/BB+)				Ярославская область (-/BB)			
	2013П	2013Ф	Исп.	2014П	5м14Ф	Исп.	2013П	2013Ф	Исп.	2014П	2013П	2013Ф	Исп.	2014П	2013П	2013Ф	Исп.	2014П
Доходы	130,2	123,7	95%	137,6	49,4	36%	133,0	136,8	103%	133,6	138,0	136,9	99%	148,3	52,2	49,3	95%	52,5
Соб. Доходы	111,0	103,7	93%	122,5	41,6	34%	63,3	64,4	102%	69,2	113,8	110,4	97%	129,6	43,7	41,2	94%	46,6
Доля соб. доходов в доходах	85,3%	83,8%		89,0%	84,1%		47,6%	47,1%	51,8%		82,5%	80,7%		87,4%	83,7%	83,6%		88,9%
Налог на прибыль	45,6	39,4	86%	44,3	14,3	32%		21,1			41,7	38,3	92%	50,8	12,2	10,0	82%	11,1
НДФЛ	27,0	27,3	101%	36,4	12,8	35%		14,5			31,7	31,4	99%	34,9	10,0	10,3	103%	13,0
Безвозмездные перечисления	19,2	20,0	104%	15,1	7,8	52%	69,8	72,3	104%	64,4	24,2	26,4	109%	18,7	8,5	8,1	96%	5,8
Расходы	144,1	134,3	93%	156,8	44,3	28%	156,7	148,9	95%	145,1	182,8	168,1	92%	171,0	60,1	55,6	92%	59,9
Дефицит/профицит	-14,0	-10,6		-19	5,1		-23,7	-12,1	-11		-44,8	-31,2		-23	-8,0	-6,3		-7
Госдолг	40,1	39,6	99%	53,7	39,0	73%	24,9	24,3	98%	30,1	60,0	47,3	79%	80,9	21,7	22,0	101%	29,1
Госдолг/Соб. доходы	36,1%	38,2%		43,8%	38,1%		39,4%	37,7%	43,6%		52,7%	42,8%		62,4%	49,7%	53,4%		62,3%

Источники: Региональные минфин, PSB Research

Самарская область по кредитному профилю сопоставима с Якутией и превосходит Ярославскую область,...

...что также подтверждается разницей в рейтинговых оценках...

Исходя из итогов последних размещений, у Самарской области есть шансы разместиться у нижней границы...

Если конъюнктура позволит – ниже индикатива в районе 10,5% годовых...

Самарская область – активный участник рынка рублевых облигаций и ее бумаги пользуются спросом у инвесторов. При этом новый выпуск области предлагает премию 10-40 б.п. к итогам последних размещений – Ярославской области 35013 /-/BB/ (YTM 10,6%/2,9 г.) и Якутии 35006 /-/BB+/BBB-/ (YTM 10,52%/2,9 г.), а также ко вторичному рынку – 70-100 б.п. к собственному выпуску СамарОбл19 (YTM 10,01%/2,93 г.) и 40-70 б.п. к недавно размещенному займу КраснЯкр8 /Ba2/BV/BB+/ (YTM 10,33/2,5 г.).

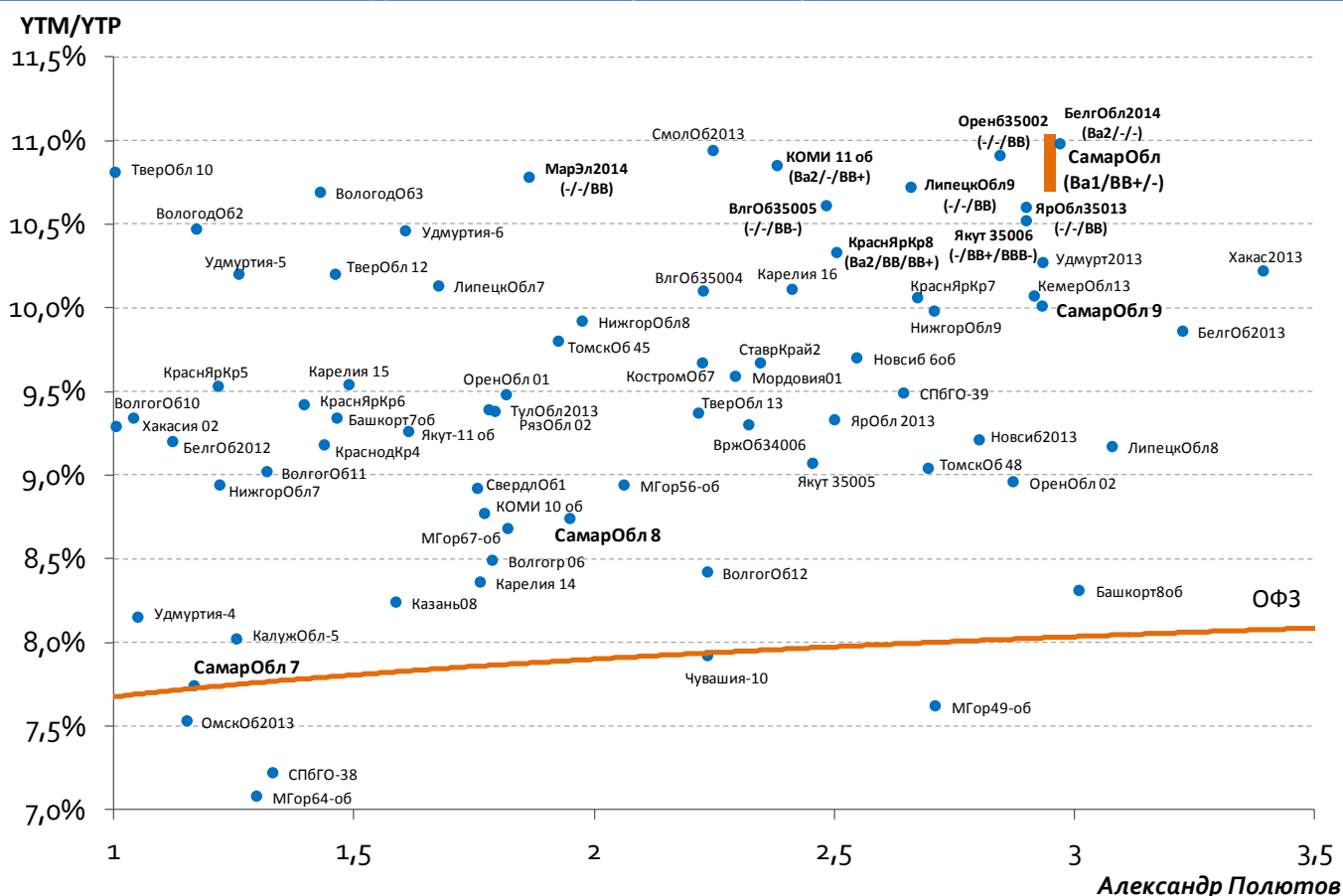
Вместе с тем, кредитный рейтинг Самарской области был выше, чем у Ярославской области (на 1 ступень) и сопоставим с Якутией. Кроме того, Самарская область превосходила Ярославскую область по размеру бюджета (в 2,5 раза) и выглядела лучше по уровню госдолга (по итогам 2013 г. соотношение госдолг/соб. доходы – 38% и 53% соответственно). Учитывая обозначенные различия, бумаги Ярославской области должны нести премию к бондам Самарской области порядка 15-30 б.п. В то же время Самарская область сопоставима с Якутией и Красноярским краем по доходам бюджета (в 2013 г. 124 млрд руб. против 136,8 и 136,9 млрд руб. соответственно) и уровню госдолга (госдолг/соб. доходы порядка 38-42% в 2013 г.). При этом по степени обеспеченности собственными доходами ситуация у Самарской области была заметно лучше, чем у Якутии – доля налоговых и неналоговых доходов составила 84% против 47% у республики, и схожа с Красноярским краем (более 80%).

В этом свете Самарская область вполне может разместиться по нижней границе (10,7% годовых), а если позволит конъюнктура – и ниже (в районе 10,5% годовых).

Пожалуйста, ознакомьтесь с Ограничением ответственности аналитика на последней странице настоящего документа.

2 ИЮЛЯ 2014

Доходности облигаций субъектов РФ и муниципалитетов



Газпрому (Ваа1/BBB-/BBB), возможно, придется платить акциз с «Голубого потока» с 2015 г.

Минфин РФ заявил о возможности введения с 2015 г. акциза на газ, поставляемый Газпромом по «Голубому потоку», так как проект вышел на окупаемость. В результате госмонополия со следующего года, возможно, будет направлять в бюджет порядка 40 млрд руб., что составляет 2% от EBITDA скорр. за 2013 г. Хотя это может оказать давление на финансовые потоки компании, она, возможно, выиграет от подобного режима в сравнении с обычной выплатой экспортной пошлины в размере 30%.

Хотя сама новость не несет в себе позитива, это, возможно, более выгодная альтернатива 30%-ной экспортной пошлине...

Комментарий. Вчера министр финансов А. Силуанов заявил о возможности введения с 2015 г. акциза на газ, поставляемый в Турцию по «Голубому потоку», что позволит пополнять бюджет на 40 млрд руб. в год (1,37 млрд долл. при текущем курсе рубля). Это соответствует примерно 2% от скорректированной EBITDA Газпрома за 2013 г. Новость можно было бы расценить как в целом негативную для финансовых потоков компании, с учетом необходимости затрачивать крупные суммы на строительство «Южного потока» (порядка 21,6 млрд долл.) и «Силы Сибири» (55 млрд долл.), включая ресурсную базу, если бы не альтернатива выплачивать экспортную пошлину в 30%. К тому же мы полагаем, что поступившие сообщения вряд ли окажут существенное влияние на динамику долговых бумаг Газпрома, пока неизвестны окончательные параметры налогового режима по проекту.

Напомним, что межправительственное соглашение между Турцией и Россией предполагает сохранение беспошлинного режима для «Голубого потока» до выхода проекта на окупаемость, но не позднее чем в 2016 г. С учетом того, что

2 ИЮЛЯ 2014

... проект «Голубой поток» вышел на окупаемость и, согласно межправительственному соглашению, должен был выйти из льготного налогового режима не позднее 2016 г.

проект уже вышел на окупаемость, возможный размер пошлины мог бы составить 114 долл. при цене на газ в 380 долл. за тыс. кубометров. Таким образом, при поставках в объеме 16 млрд кубометров Газпром перечислял бы в бюджет 1,8 млрд долл. (62,4 млрд руб., 3,1% от EBITDA скорр. за 2013 г.), а при увеличении пропускной способности «Голубого потока» до 19 млрд кубометров – 2,2 млрд долл. (74,14 млрд руб., 3,7% от EBITDA).

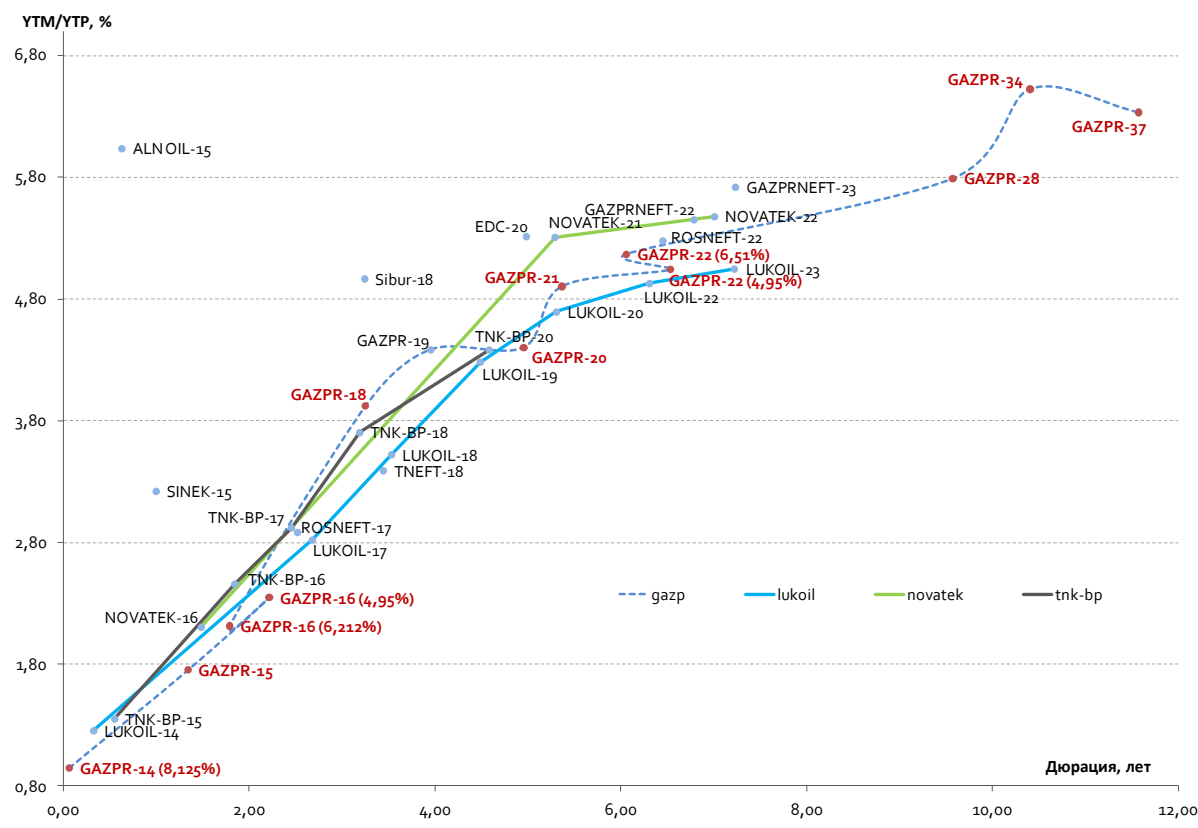
Как мы уже отметили выше, новость о возможности введения акциза на поставки по «Голубому потоку» вряд ли пока окажет влияние на котировки бумаг Газпрома. К тому же отдельно вчера поступили сообщения об увеличении Газпромом экспорта газа в Европу на 2,8% в первой половине этого года – позитивная новость на фоне текущей напряженной геополитической обстановки. При этом именно последний фактор, развитие событий на геополитической арене, будет превалирующим в определении направления в бумагах госмонополии, и в случае поступления позитивных новостей мы полагаем, что наибольшим потенциалом роста будет обладать выпуск GAZPROM-2018.

Газпром МСФО			
Ключевые показатели млрд. руб.	2012	2013	% изм
Выручка от продаж	4766,5	5250,0	10,1%
Скорр. EBITDA	1645,9	2009,5	22,1%
Чистая прибыль	1224,5	1139,3	-7,0%
Операционная прибыль	1350,7	1587,2	17,5%
Net margin	25,7%	21,7%	-4 п.п.
EBITDA margin adj.	34,5%	38,3%	+3,7 п.п.
Operational margin	28,3%	30,2%	+1,9 п.п.
Кап.затраты	1545,0	1475,0	-4,5%
Чист. ден. средства от опер. деят-ти	1472,8	1747,9	18,7%
Чист. ден. средства от инв. деят-ти	-1287,2	-1475,5	14,6%
Чистый операц. ден. поток	185,6	272,4	46,8%
	2012	2013	% изм
Активы	11956,8	13436,2	12,4%
Денежные средства и эквиваленты	425,7	689,1	61,9%
Долг	1500,6	1801,9	20,1%
краткосрочный	322,6	331,9	2,9%
долгосрочный	1178,0	1470,0	24,8%
Чистый долг	1074,9	1112,8	3,5%
Чистый долг/ EBITDA	0,65	0,55	-
Долг / EBITDA	0,91	0,90	-

Источник: данные компании, расчеты PSB Research

2 ИЮЛЯ 2014

Доходности еврооблигаций российских нефтегазовых компаний

Алина Арбекова

Контакты:**ОАО «Промсвязьбанк»****PSB Research**

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru><http://www.psbinvest.ru>**PSB RESEARCH****Николай Кашеев**

Директор по исследованиям и аналитике

KNI@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

Роман Османов

Управляющий по исследованиям и анализу глобальных рынков

OsmanovR@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-10

ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА**Евгений Локтюхов**

LoktyukhovEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61

Илья Фролов

FrolovIG@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06

Олег Шагов

Shagov@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-34

Екатерина Крылова

KrylovaEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31

Игорь Нуждин

NuzhdinIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВОГО РЫНКА**Игорь Голубев**

GolubevIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-29

Елена Федоткова

FedotkovaEV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-16

Алексей Егоров

EgorovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48

Александр Полютов

PolyutovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

Алина Арбекова

ArbekovaAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-17

Дмитрий Монастыршин

Monastyrshin@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

Дмитрий Грицкевич

Gritskevich@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ**ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ****Пётр Федосенко**

FedosenkoPN@psbank.ru

+7 (495) 228-33-86

Богдан Круть

KrutBV@psbank.ru

+7 (495) 228-39-22

Иван Хмелевский

Khmelevsky@psbank.ru

+7 (495) 411-51-37

Ольга Целинина

TselininaOI@psbank.ru

+7 (495) 228-33-12

ТОРГОВЛЯ ДОЛГОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ И ВАЛЮТОЙ**Юлия Рыбакова**

Rybakova@psbank.ru

+7 (495) 705-90-68

Евгений Жариков

Zharikov@psbank.ru

+7 (495) 705-90-96

Денис Семеновых

SemenovkhDD@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-14

Николай Фролов

FrolovN@psbank.ru

+7 (495) 228-39-23

Борис Холжигитов

KholzhigitovBS@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ**Андрей Скабелин**

Skabelin@psbank.ru

+7 (495) 411-51-34

Иван Заволоснов

ZavolosnovIV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54

Александр Сурпин

SurpinAM@psbank.ru

+7 (495) 228-39-24

Виктория Давитиашвили

DavitiashviliVM@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ**Алексей Кулаков**

KulakovAD@psbank.ru

+7 (495) 411-51-33

Михаил Маркин

MarkinMA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

ОПЕРАЦИИ С ВЕКСЕЛЯМИ**Сергей Миленин**

Milenin@psbank.ru

+7 (495) 228-39-21

Александр Бараночников

Baranoch@psbank.ru

+7 (495) 228-39-21

ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ**Павел Науменко**

NaumenkoPA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17

Сергей Устиков

UstikovSV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17

Александр Орехов

OrekhovAA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

Игорь Федосенко

FedosenkoIY@psbank.ru

+7 (495) 705-97-69

Виталий Туруло

TuruloVM@psbank.ru

+7 (495) 411-51-39

© 2013 ОАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ОАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако ОАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ОАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ОАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.