


Утренний Express-О


6 июня 2014 г.

Технический монитор

# КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ


 Волгоградская область (-/-/BB-): первичное предложение.


 S&P понизило рейтинг МДМ банка до «В+» с «BB-», сохранило «Негативный» прогноз.


 Альфа-Банк (Ba1/BB+/BBB-): первичное размещение БО-10.

## Волгоградская область (-/-/BB-): первичное предложение.

Волгоградская область 19 июня планирует разместить 5-летние облигации 35005 на 5 млрд руб. Индикатив доходности – не выше 11,5% при дюрации 2,6 года, ставка купона определяется на конкурсе. Волгоградская область располагает средним кредитным качеством при относительно крупном по размеру бюджете и неплохой обеспеченности собственными доходами, уровень госдолга был несколько высоким. Единственный рейтинг Волгоградской области от Fitch имеет Негативный прогноз, то есть присутствует риск перехода рейтинга в категорию «В». Мы считаем, что Волгоградская область может разместиться с доходностью в районе 11,2-11,3% годовых, учитывая итоги последних субфедеральных размещений.

**Волгоградская область размещает облигации 35005 на 5 млрд руб...**

**Индикатив УТМ – не выше 11,5% годовых, дюр. 2,6 г...**

**Волгоградская область располагает средним кредитным качеством...**

**Регион был на 23 месте по ВРП в России с 574 млрд руб. в 2012 г...**

**Размер бюджета относительно крупный – 60-70 млрд руб...**

**Неплохая обеспеченность собственными доходами – 80-85%...**

**Соотношение Госдолг/Соб.доходы было на уровне 71% в 2013 г...**

**Комментарий.** Волгоградская область 19 июня 2014 г. планирует разместить 5-летние облигации 35005 на 5 млрд руб. Индикатив ставки 1 купона – не ниже 11,35% годовых, доходности – не выше 11,5% при дюрации 2,6 года (амортизация). Ставка купона будет определяться на конкурсе.

Волгоградская область располагает средним кредитным качеством. По размеру ВРП область занимала в 2012 г. 23 место (574 млрд руб.), при этом экономика региона неплохо сбалансирована по отраслям – развиты нефтепереработка, металлургия, химическая и пищевая промышленность. В свою очередь, регион обладает относительно крупным по размеру бюджетом (61 млрд руб. в 2013 г., 71 млрд руб. в 2014 г. по плану) и неплохой обеспеченностью собственными доходами (около 80-85%), при этом уровень госдолга был несколько высоким – соотношение Госдолг/Соб.доходы 70-80%. Впрочем, утвержденные параметры бюджета на 2014 г. предполагают данное отношение показателей все-таки ближе к нижней границе диапазона. Стоит отметить, что единственный рейтинг Волгоградской области от Fitch на уровне «BB-» имеет Негативный прогноз (изменении в феврале 2014 г.), то есть присутствует риск перехода рейтинга области в категорию «В».

Ориентиром для новых бондов Волгоградской области будут итоги размещения Липецкой области (-/-/BB) с доходностью 10,92% годовых и дюрацией 2,8 г., а также недавно вышедшие на вторичный рынок облигаций Коми /Ba2/-/BB+/ (УТМ 10,84%/2,6 г.) и Красноярского края /Ba2/BB/BB+/ (УТМ 10,65%/2,7 г.).

Волгоградская область уступала Красноярскому краю по размерам экономики и бюджета (в 2 раза), уровню госдолга (в 2013 г. соотношение Госдолг/Соб.доходы 71% против 43% соответственно). При этом в большей степени Волгоградская область соотносится с Коми по масштабам бюджета, но выглядит хуже в части уровня госдолга (71% против 44%). В свою очередь, Липецкая область меньше

**Рейтинг области на уровне «ВВ-» прогноз Негативный...**

Волгоградской по доходам бюджета (в 1,7 раза), но ситуация с госдолгом была лучше (50% против 71%). Вместе с тем, Волгоградская область уступает всем регионам на 1-2 ступени по уровню рейтинга.

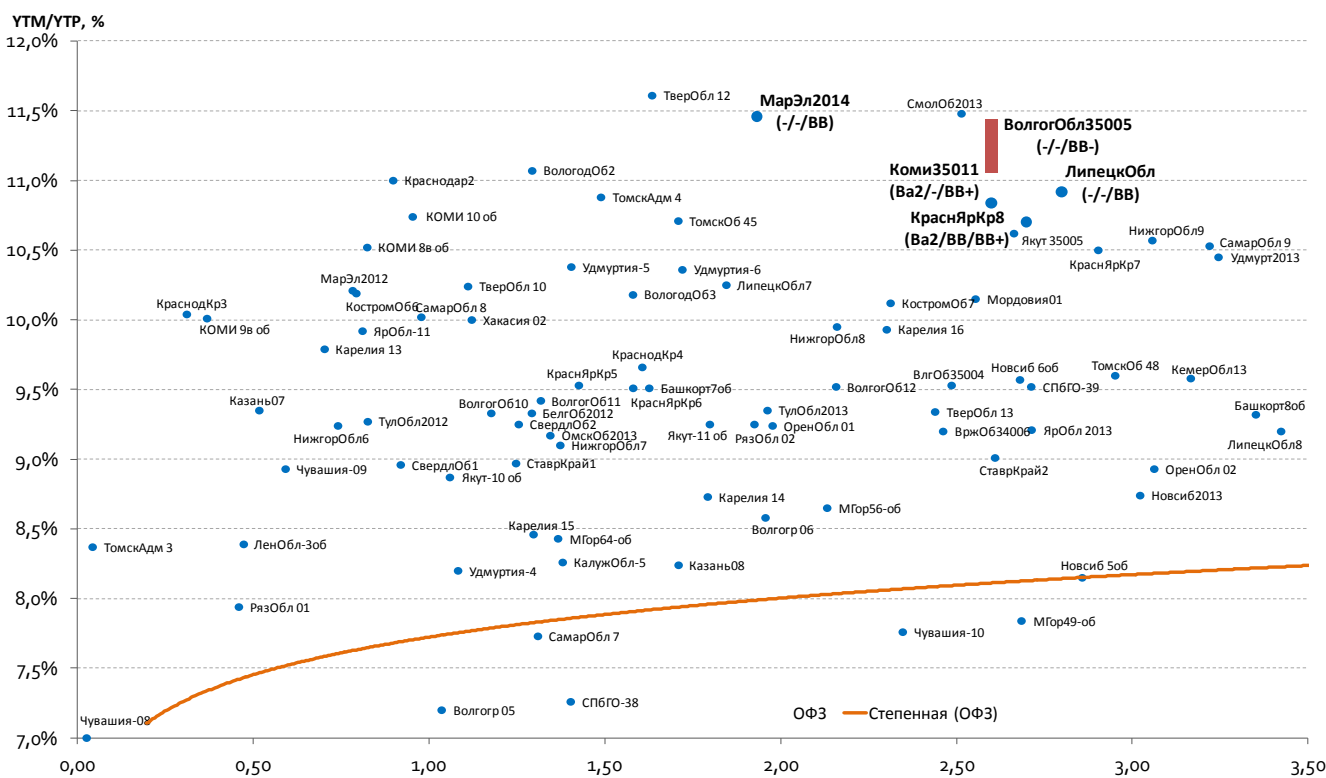
Ключевые параметры бюджетов млрд руб.	Волгоградская область (-/-/ВВ-)					Липецкая область (-/-/ВВ)				Коми (Ва2/-/ВВ+)				Красноярский край (Ва2/ВВ/ВВ+)			
	2013П	2013Ф	Исп.	2014П*	змі4Ф	2013П	2013Ф	Исп.	2014П	2013П	2013Ф	Исп.	2014П	2013П	2013Ф	Исп.	2014П
Доходы	70,8	60,9	86%	71,1	13,6	38,3	35,9	94%	39,1	52,3	48,4	93%	63,4	138,0	136,9	99%	148,3
Соб. Доходы	56,6	47,2	83%	56,9	11,5	29,1	27,7	95%	31,5	45,2	41,1	91%	56,5	113,8	110,4	97%	129,6
Доля соб. доходов в доходах	80,0%	77,5%		80,0%	84,8%	76,0%	77,1%		80,5%	86,3%	84,9%		89,1%	82,5%	80,7%		87,4%
Налог на прибыль	22,2	15,4	69%	n/a	4,2	10,1	9,2	92%	9,2	n/a	12,2	-		41,7	38,3	92%	50,8
НДФЛ	13,9	12,7	92%	n/a	3,6	7,9	7,7	97%	10,4	n/a	13,4	-		31,7	31,4	99%	34,9
Безвозмездные перечисления	14,2	13,7	96%	14,2	2,1	9,2	8,2	90%	7,6	7,2	7,3	102%	6,9	24,2	26,4	109%	18,7
Расходы	85,4	70,5	83%	82,4	16,9	44,5	40,7	91%	44,3	64,7	60,0	93%	71,6	182,8	168,1	92%	171,0
Дефицит/профицит	-14,6	-9,7		-11,3	-3	-6,2	-4,7		-5,1	-12,3	-11,6		-8	-44,8	-31,2		-23
Госдолг	32,0	33,6	105%	41,3	38,4	14,3	13,8	96%	18,6	18,3	17,9	98%	26,4	60,0	47,3	79%	80,9
Госдолг/Соб. доходы	56,5%	71,2%		72,6%	79,7%	49,1%	49,7%		59,0%	40,5%	43,6%		46,8%	52,7%	42,8%		62,4%

Источники: Региональные минфины, PSB Research

\*с учетом последних внесенных изменений в бюджет Волгоградской области

Учитывая уровни доходности обозначенных регионов, разницу в кредитном качестве субъектов и рейтингах, мы считаем, что Волгоградская область может разместиться с доходностью в районе 11,2-11,3% годовых

Доходности облигаций субъектов РФ и муниципалитетов



Александр Полютов

Кредитный комментарий

6 июня 2014

S&P понизило рейтинг МДМ банка до «В+» с «ВВ-», сохранило «Негативный» прогноз.

В результате понижения рейтинга оценки двух агентств теперь сравнялись: от Moody's рейтинг находится на уровне «В1». Напомним, у Банка обращаются два выпуска облигаций, однако ликвидность в них слабая. При этом заем серии 08 с погашением в апреле 2015 года торгуется на уровне 11,65%, предлагая премию до 100 б.п. к крупным частным банкам (НОМОС-БАНК, ЗЕНИТ). Поэтому мы не ждем существенного расширения спреда, поскольку риски уже заложены в котировки бумаг Эмитента.

**Комментарий.** По мнению S&P, финансовый профиль Банка ухудшился: МДМ банк фиксировал убытки в течение 4 лет из последних 5, а значительные дополнительные списания на покрытие проблемных займов частично истощили капитальную базу, хотя показатели достаточности капитала банка остаются более высокими, чем у некоторых конкурентов.

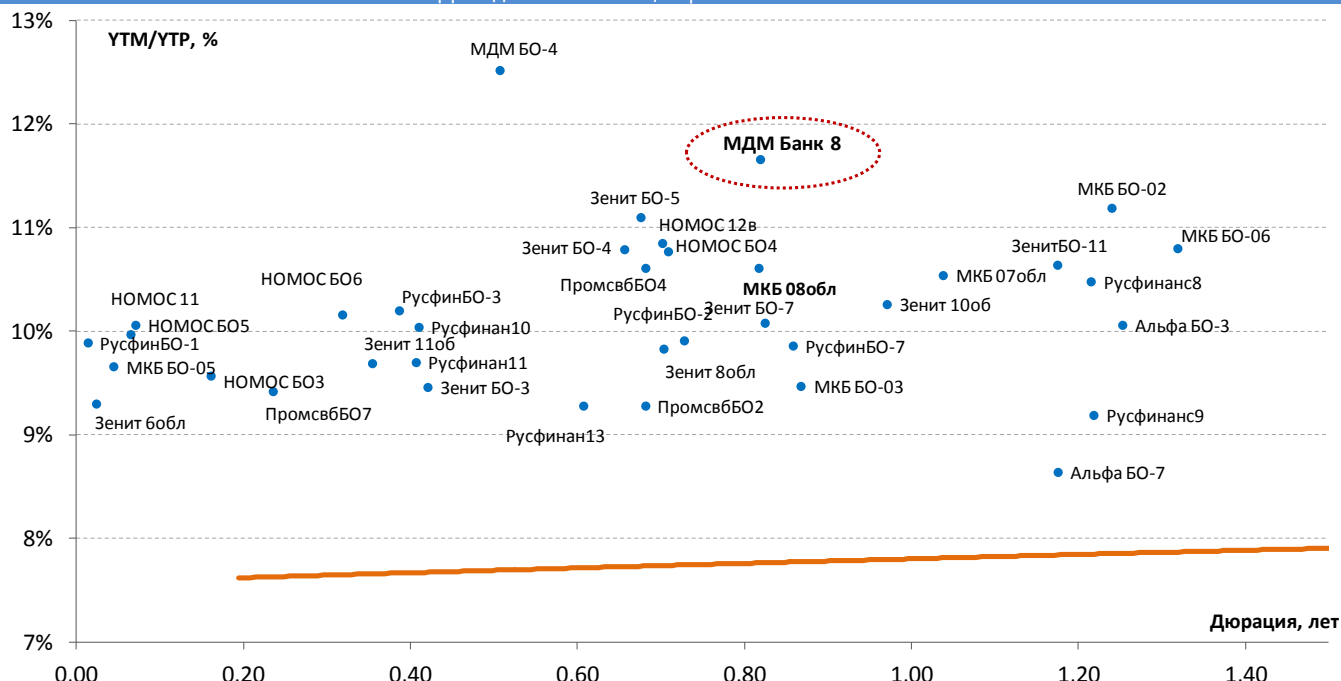
Агентство полагает, что ухудшение экономической и операционной среды, с которым столкнулись российские банки, может осложнить и привести к задержке реализации мер по стабилизации положения банка новым руководством, а также скажется на росте в новых сегментах.

«Негативный» прогноз по рейтингу МДМ банка отражает точку зрения S&P о том, что Банку будет сложно стабилизировать свой слабый финансовый профиль в условиях текущего экономического спада, и что все более осложняющаяся операционная среда для банков РФ будет отрицательно влиять на его прибыльность, качество активов и капитал.

В результате понижения рейтинга оценки двух агентств теперь сравнялись: от Moody's рейтинг находится на уровне «В1».

Напомним, у Банка обращаются два выпуска облигаций, однако ликвидность в них слабая. При этом заем серии 08 с погашением в апреле 2015 года торгуется на уровне 11,65%, предлагая премию до 100 б.п. к крупным частным банкам (НОМОС-БАНК, ЗЕНИТ). Поэтому мы не ждем существенного расширения спреда, поскольку риски уже заложены в котировки бумаг Эмитента.

Доходности облигаций российских эмитентов



Елена Федоткова

## Альфа-Банк (Ba1/BB+/BBB-): первичное размещение БО-10.

**Мы ожидаем, что, как и в случае с евробондом, мы увидим пересмотр ориентиров доходности на понижение, видимо, до 10,2-10,4%, то есть спрэд к ОФЗ составит 240-260 б.п.**

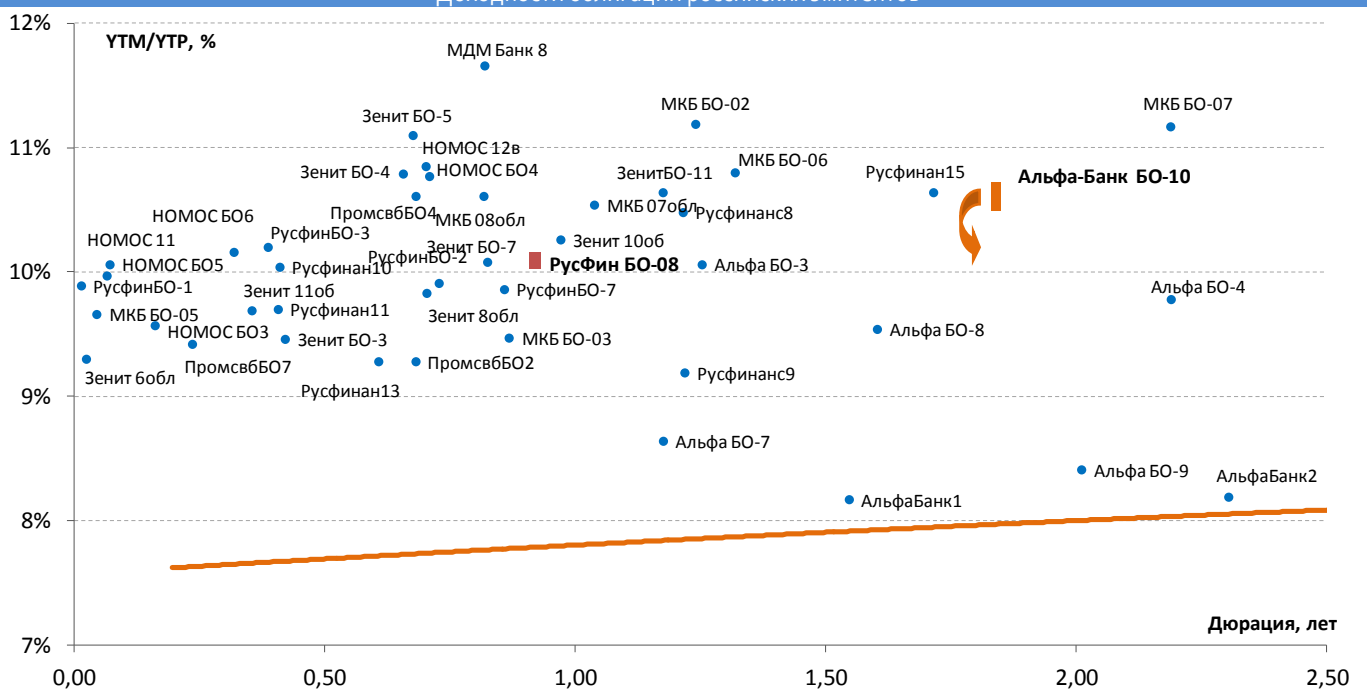
**Комментарий.** Альфа-Банк 9 июня (одним днем) проведет book-building облигаций серии БО-10 на сумму в 5 млрд. руб. Оферта предусмотрена через два года. Срок обращения - 3 года. Ориентир ставки купона определен на уровне 10,25-10,50% годовых (доходность к оферте - 10,51-10,78% годовых).

Напомним, вчера досрочно закрылась книга по бондам Русфинансбанка (Ba1/BBB+/BBB-), который предлагал 4 млрд руб. БО-08 под 9,9-10,15% по купону, что соответствует 10,14-10,41% по доходности. В итоге ориентир купона был снижен до 9,8-9,9%, что соответствует доходности 10,04-10,14%.

Альфа при схожих рейтингах, но все же несколько ниже по S&P (Ba1/BB+/BBB-), предлагает на более долгий срок доходность 10,51-10,78%. Вообще, сейчас на карте кривая Альфа формально стоит ниже кривой Русфинанс банка, однако ликвидность в ее выпусках довольно условна. Более-менее ликвидный БО-04 (хоть какие-то сделки проходят) сейчас на рынке можно взять под 9,25% УТМ (окт.2016). Мы ожидаем, что, как и в случае с евробондом, мы увидим пересмотр ориентиров доходности на понижение, видимо, до 10,2-10,4%, то есть спрэд к ОФЗ составит 240-260 б.п. Газпромбанк (Baaz/BBB-/BBB-) размещался в мае со спрэдом около 209 б.п., ЮниКредит Банк (-/BBB-/BBB) - 204 б.п.

Напомним, последним на 2 года размещалось 27 мая АИЖК (Baа1/BBB-/-) с доходность 10%, сейчас торгуется 9,66%.

Доходности облигаций российских эмитентов



**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 Кашцев** KNI@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

Директор по исследованиям и аналитике

**Роман Османов** OsmanovR@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-10

Управляющий по исследованиям и анализу глобальных рынков

**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** SemenovyxDD@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** DavitashviliVM@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 ВЕКСЛЯМИ**

**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

6 июня 2014

© 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.