



Утренний Express-О

8 октября 2014 г.



Технический монитор



КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Карелия (-/-/BB-): первичное предложение.

Карелия (-/-/BB-): первичное предложение.

Карелия планирует 10 октября провести сбор заявок на облигации 35017 объемом 3 млрд руб. Индикатив ставки купона – 12,0-12,25% годовых; YTM 12,55-12,82%/2,96 г. Солидную конкуренцию Карелии на первичном рынке, наверняка, составят ХМАО (Вааз/BBB-/BBB) и Башкортостан (Вааз/BBB/-), которые предлагают ориентиры по доходности 11,46-12,0% годовых и дюрацией: у бондов ХМАО – дюр. 2,59 г., у Башкортостана – дюр. 2,77 г. При этом Карелия уступает по кредитному качеству и рейтингам (на 3-4 степени), и премии от 100 б.п. по нижней границе индикатива явно недостаточно, учитывая Негативный прогноз единственного рейтинга республики. Также недавно прошли размещения Красноярского края (Ва2/BB-/BB+) и Новосибирской области (-/-/BBB-) с доходностью 11,83%/2,86 г. и 11,9%/2,97 г. соответственно, то есть премия по бондам Карелии составляет от 65-75 б.п. Учитывая итоги последних размещений и наличие действующего предложения от региональных заемщиков, на наш взгляд, Карелия может рассчитывать на доходность размещения ближе к верхней границе от 12,75% годовых.

Карелия планирует 10 октября сбор заявок на облигации 35017 объемом 3 млрд руб...

Индикатив YTM 12,55-12,82% годовых, дюр. 2,96 г.

Значительную конкуренцию на первичном рынке составят ХМАО и Башкортостан...

Карелия заметно уступает регионам по кредитному качеству и уровню рейтингов...

Комментарий. На первичном рынке субфедерального долга появилось еще одно имя – свои бонды предлагает Карелия, которая планирует сбор заявок 10 октября по облигациям 35017 объемом 3 млрд руб. сроком 5,5 лет. Индикатив 1 ставки купона составляет 12,0-12,25% годовых (YTM 12,55-12,82%/2,96 г. (аморт.)). Размещение запланировано на 15 октября 2014 г.

Солидную конкуренцию Карелии на первичном рынке, наверняка, составят такие качественные регионы как ХМАО (Вааз/BBB-/BBB) и Башкортостан (Вааз/BBB/-) – 8 и 9 октября открывают книги соответственно, предлагая выпуски со схожими ориентирами по доходности – 11,46-12,0% годовых, но разной срочностью: у бондов ХМАО – дюр. 2,59 г., у Башкортостана – дюр. 2,77 г.

В свою очередь, Карелия заметно уступает по кредитному качеству – по размеру бюджета (в 4-5 раз), доле собственных доходов (63% против 77-94% по итогам 8 мес. 2014 г.) и госдолгу к соб. доходам (в районе 90% против 0-18%).

При этом по размеру ВРП в 2012 г. (162 млрд руб.) Карелия была на 62 месте среди 83 субъектов РФ. В структуре промышленности республики преобладают обрабатывающие производства (порядка 45%) и добыча полезных ископаемых (около 40%). Важное место в экономике Карелии занимает деревообработка и целлюлозно-бумажная промышленность, черная металлургия, машиностроение и металлообработка, которые в целом можно отнести к циклическим отраслям (подвержены высокой волатильности в периоды экономического спада), что может отражаться на собственных доходах региона.

8 октября 2014

Ключевые бюджетные показатели млрд руб.	Карелия (-/-/BB-)					Башкортостан (Ваа3/BBB-/-)					ХМАО (Ваа3/BBB-/BBB)					Новосибирская область (-/-/BBB-)					Красноярский край (Ва2/BB-/BB+)				
	2014П	8м13Ф	8м14Ф	Изм.	Исп.	2014П	8м13Ф	8м14Ф	Изм.	Исп.	2014П	8м13Ф	8м14Ф	Изм.	Исп.	2014П	8м13Ф	8м14Ф	Изм.	Исп.	2014П	7м13Ф	7м14Ф	Изм.	Исп.
Доходы	30,2	15,5	17,1	10%	57%	132,9	86,5	85,5	-1%	64%	167,4	85,6	116,5	36%	70%	103,3	63,0	62,0	-2%	60%	144,5	74,8	79,4	6%	55%
Соб. Доходы	18,6	10,2	10,7	5%	58%	102,1	66,4	65,7	-1%	64%	159,4	81,1	109,4	35%	69%	86,9	51,8	51,3	-1%	59%	121,1	61,9	63,4	3%	52%
Доля соб. доходов в доходах	62%	65%	63%			76,8%	76,8%	76,8%			95,3%	94,7%	93,9%			84,2%	82,3%	82,7%			83,8%	82,7%	79,9%		95%
Налог на прибыль	3,6	1,6	1,5	-7%	43%	31,9	21,6	n/a			n/a	27,0	46,6	73%		24,3	14,9	14,7	-1%	61%	42,3	20,4	23,8	17%	56%
НДФЛ	7,8	3,7	4,4	19%	56%	31,0	16,9	n/a			n/a	18,4	24,5	33%		26,7	14,7	15,2	4%	57%	34,9	17,0	17,8	5%	51%
Безвозмездные перечисления	11,6	5,4	6,4	19%	55%	30,8	20,1	19,9	-1%	64%	7,9	4,6	7,1	56%	90%	16,4	11,2	10,7	-4%	65%	23,5	13,0	15,9	23%	68%
Расходы	34,7	18,5	18,8	2%	54%	154,2	93,8	86,3	-8%	56%	185,3	96,7	106,9	11%	58%	117,7	68,7	70,9	3%	60%	177,1	87,7	91,4	4%	52%
Дефицит/профицит	-4,5	-2,9	-1,7	-42%	38%	-21,2	-7,3	-0,8	-89%	4%	-17,9	-11,1	9,6	-53%		-14,4	-5,7	-8,9	58%	62%	-32,6	-12,8	-12,0	-7%	37%
Госдолг	17,1	12,7	14,3	12%	83%	24,5	14,0	16,9	21%	69%	29,0	2,3	0,1	-97%	0%	38,0	17,0	34,6	104%	91%	76,6	31,4	61,7	96%	81%
Госдолг/Соб.доходы	92%	81%	91%			24,0%	14,3%	18,2%			18,2%	1,7%	0,05%			43,7%	21,7%	44,5%			63,2%	26,2%	55,1%		87%

Источники: Региональные Минфин, Росказна, PSB Research

Скорее всего, потребуется ощутимая премия к индикативу их бондов, не менее 100-120 б.п.

Также недавно свои бонды размещали Красноярский край и Новосибирская область с доходностью 11,83%/2,86 г. и 11,9%/2,97 г...

Учитывая итоги book-building Красноярского края и Новосибирской области, индикатив по ХМАО и Башкортостану, Карелия, скорее, может рассчитывать на УТМ от 12,75% годовых...

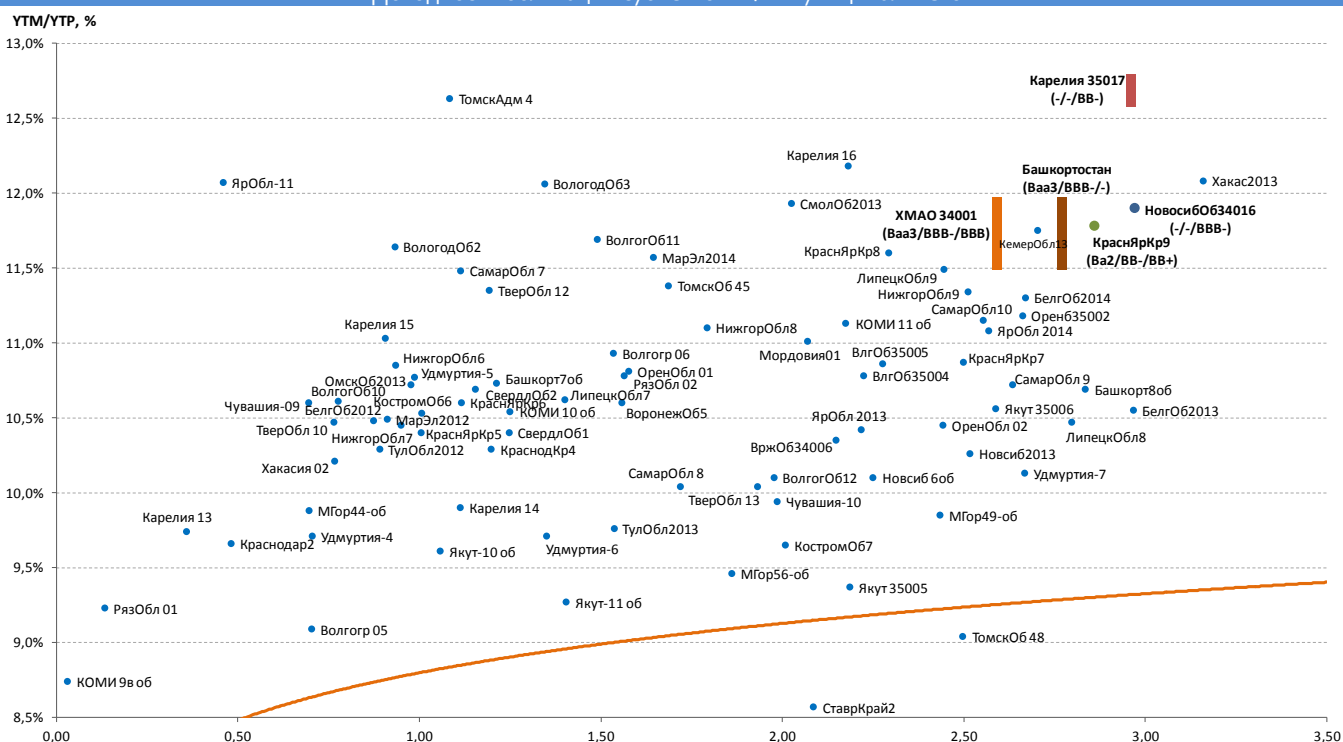
У Карелии присутствует заметная потребность в поддержке из федерального центра (на безвозмездные поступления приходится порядка 37-39% доходов). В последние годы у республики увеличивался уровень госдолга, в том числе на фоне возросших социальных обязательств в рамках майских указов президента от 2012 г. повышать зарплату бюджетникам. В итоге, по итогам 8 мес. 2014 г. соотношение Госдолг/Соб.доходы достигло 90% против 80% еще годом ранее, что является довольно высоким уровнем.

Вместе с тем, Карелия, в сравнении с ХМАО и Башкортостаном, за разницу в кредитном качестве и рейтингах (на 3-4 ступени) предлагает премию от 100 б.п. по нижней границе индикатива, что, на наш взгляд, в текущих условиях не вполне достаточно, учитывая Негативный прогноз единственного рейтинга республики от Fitch («BB-»), который к тому же находится на границе с другой категорией рейтинга – уровня «B».

В свою очередь, совсем недавно прошло размещение Красноярского края (Ва2/BB-/BB+) и закрылась книга по бондам Новосибирской области (-/-/BBB-) с доходностью 11,83%/2,86 г. и 11,9%/2,97 г. соответственно. То есть премия по новым бондам Карелии к данным размещениям составляет от 65-75 б.п. при разнице в рейтингах 2-3 ступени.

Учитывая итоги последних размещений и наличие действующего предложения от региональных заемщиков, на наш взгляд, Карелия, скорее всего, может рассчитывать на доходность размещения ближе к верхней границе от 12,75% годовых, которая подойдет инвесторам, более толерантным к рискам. Мы в большей степени рекомендуем участие в размещении бондов ХМАО и Башкортостана (см. наш комментарий к размещению [от 6 октября 2014 г.](#)).

Доходности облигаций субъектов РФ и муниципалитетов



Александр Полютков

8 октября 2014

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 Полютков

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

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

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

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

ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ**Павел Науменко**

NaumenkoPA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17

Илья Веллер

Veller@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-17

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

8 октября 2014

© 2014 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.