



Утренний Express-O



Технический монитор

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

**Тульская область, Мордовия и Омск: первичное предложение.**

Тульская область, Мордовия и Омск: первичное предложение.

Сегодня повышенную активность на первичном рынке проявят субфедеральные заемщики. Так, сразу будет открыто 3 книги заявок: по 3,5-летнему выпуску Тульской области (-/-/BB) 34004 на 5 млрд руб., 5-летним облигациям Мордовии (B2/-/-) 34002 на 3 млрд руб. и доразмещение выпуска 34001 на сумму 600 млн руб. (весь объем 1 млрд руб.) проводит Омск (B1/-/-). Причем, Тульская область предлагает доходность 12,77-13,04% при дюрации 2,05 г., Мордовия – 13,92-14,48% при дюрации 2,76 г., Омск – ориентир по цене не ниже 100%, доходность не выше 13,7% при дюрации 1,09 г. Мы в первую очередь рекомендуем выпуск Тульской области с точки зрения соотношения кредитное качество/доходность, где вероятно будет сосредоточен основной спрос. Наибольшая доходность у выпуска Мордовии при соответствующем кредитном профиле, бумага скорее подойдет инвесторам, готовым к риску. Впрочем, конкуренцию по доходности может составить Омск с более высоким кредитным рейтингом и выпуском с заметно меньшей дюрацией.

Тульская область, Мордовия и Омск сегодня проведут book-building своих облигаций...

Индикатив доходности:

Тульской области – 12,77-13,04%, дюр. 2,05 г.

Мордовии – 13,92-14,48% дюр. 2,76 г.

Омска – не выше 13,7%, дюр. 1,09 г.

Наиболее интересно по кредитному качеству смотрится Тульская область...

Комментарий. Сегодня повышенную активность на первичном рынке проявят субфедеральные заемщики. Так, сразу будет открыто 3 книги заявок: по 3,5-летнему выпуску Тульской области (-/-/BB) серии 34004 на 5 млрд руб., 5-летним облигациям Мордовии (B2/-/-) серии 34002 на 3 млрд руб. и доразмещение выпуска 34001 на сумму 600 млн руб. (весь объем 1 млрд руб.) проводит Омск (B1/-/-).

Причем, Тульская область предлагает доходность 12,77-13,04% при дюрации 2,05 г., Мордовия – 13,92-14,48% при дюрации 2,76 г., Омск – ориентир по цене не ниже 100%, соответственно доходность не выше 13,7% при дюрации 1,09 г.

Среди обозначившихся на первичном рынке регионов наиболее высоким кредитным качеством располагает Тульская область, что подтверждается высокими рейтинговыми оценками. В первую очередь, область имеет более весомую по размеру экономику – для сравнения, по данным Росстата, в 2013 г. Тульская область по ВРП занимала 38 место в РФ с 347 млрд руб. против 66 строчки у Мордовии с 149 млрд руб. В свою очередь, Омская область, крупнейшим городом которой является Омск, по ВРП была на 28 позиции с 553 млрд руб.

Вместе с тем, в структуре экономики Тульской области преобладают обрабатывающие производства (более трети), среди ключевых отраслей можно выделить химическую и пищевую промышленность, черную металлургию и машиностроение. Причем, регион получает выгоду от девальвации рубля, увеличивая в общем обороте экспортные поставки (по итогам 1 пол. 2015 г. достиг 27% против 24% в 2014 г., по данным ФТС), в основном продукцию ВПК, черные металлы, удобрения и пр.

В Мордовии основной вклад в экономику вносит промпроизводство, а также АПК. Среди наиболее развитых отраслей можно выделить машиностроение и металлообработку, а также пищевую и химическую промышленность,

деревообработку и др. Республика, по данным ФСТ, не является активным экспортером (доля в общем обороте региона экспорт занимает около 3,-4,5%).

Основу экономики Омска составляет промышленность (около 45% в 2014 г., по данным администрации города), причем нефтепереработка и нефтехимия, а также пищевая промышленность, машиностроение и металлообработка и пр.

Ключевые финансовые показатели млрд руб.	Тульская область (-/BB)						Республика Мордовия (B2/-)						Омск (B1/-)											
	2013	2014	Изм.	8м14	8м15	Изм.	2015П	Исп.	2013	2014	Изм.	8м14	8м15	Изм.	2015П	Исп.	2013	2014	Изм.	8м14	8м15	Изм.	2015П	Исп.
Доходы	49,1	61,9	26%	36,9	42,4	15%	60,3	70%	31,8	35,5	12%	25,1	23,6	-6%	34,8	68%	13,9	17,0	23%	9,6	9,3	-3%	16,8	55%
Соб. доходы	38,0	50,0	32%	29,9	32,4	9%	47,8	68%	15,5	23,6	52%	17,4	13,3	-23%	22,4	59%	8,5	7,8	-8%	5,0	4,9	-2%	8,2	60%
Доля соб. доходов в доходах	77%	81%		81%	77%		79%		49%	66%		69%	56%		64%		61%	46%		53%	53%		49%	
Безвозмездные перечисления	11,1	11,9	7%	7,0	9,9	41%	12,5	80%	16,2	11,9	-27%	7,7	10,3	33%	12,4	83%	5,4	9,2	71%	4,5	4,4	-4%	8,7	50%
Расходы	54,3	63,7	17%	38,0	39,4	4%	63,3	62%	35,5	40,3	14%	24,8	26,2	6%	38,9	67%	14,4	17,6	23%	9,5	10,1	7%	17,9	57%
Дефицит/профицит	-5,2	-1,8		-1,1	2,9		-3,0		-3,7	-4,8		0,3	-2,6		-4,1		-0,5	-0,6		0,1	-0,8		-1,0	
Госдолг	13,9	15,9	14%	15,9	15,8	-0,4%	17,6		26,7	28,6	7%	24,5	32,2	31%	30,8		3,4	3,9	15%	2,8	4,1	48%		
Госдолг/Соб. доходы	37%	32%		37%	30%		37%		172%	121%		104%	165%		138%		40%	50%		34%	54%			

Источники: Росказна, Минфин РФ, PSB Research

С точки зрения финансов Тульская область наибольшим по размеру бюджетом (около 60 млрд руб.) и долей собственных доходов (77-81%), которые к тому же демонстрируют рост («+9%» г/г по итогам 8 мес. 2015 г.), несмотря на кризис в экономике, здесь, вероятно, хорошую поддержку оказывают отрасли, ориентированные на экспорт. В то время как у Мордовии и Омска налоговые и неналоговые поступления в январе-августе снижались, причем у республики в большей степени из-за просадки налога на прибыль организаций (г/г в 4,6 раза), в то время как НДФЛ показывал рост («+34%» г/г), вероятно, из-за заметного вклада циклических отраслей в экономике, подверженных кризисным явлениям.

Долговая нагрузка Тульской области также ниже и находится на комфортных уровнях – соотношение Госдолг/Соб. доходы составляет 30% и по итогам года может подрасти до 37%. Чуть хуже смотрится Омск, который за год нарастил госдолг практически на половину – с 2,8 до 4,1 млрд руб., при этом соотношение Госдолг/Соб. доходы было на уровне 54%. Высокая долговая нагрузка по-прежнему удерживается у Мордовии как в результате наращивания размера госдолга (представлен в основном бюджетными кредитами – 52%, еще 36% – банковские кредиты), так и на фоне сокращения собственных доходов.

Ориентиром для новых субфедеральных бумаг в первую очередь могут стать недавно прошедшие размещения облигаций регионов – Хакасии (-/BB), Волгоградской области (-/B+) и Новосибирска (-/BB+/-), которые состоялись при повышенном спросе. В то время как ликвидность собственных немногочисленных выпусков эмитентов традиционно низкая.

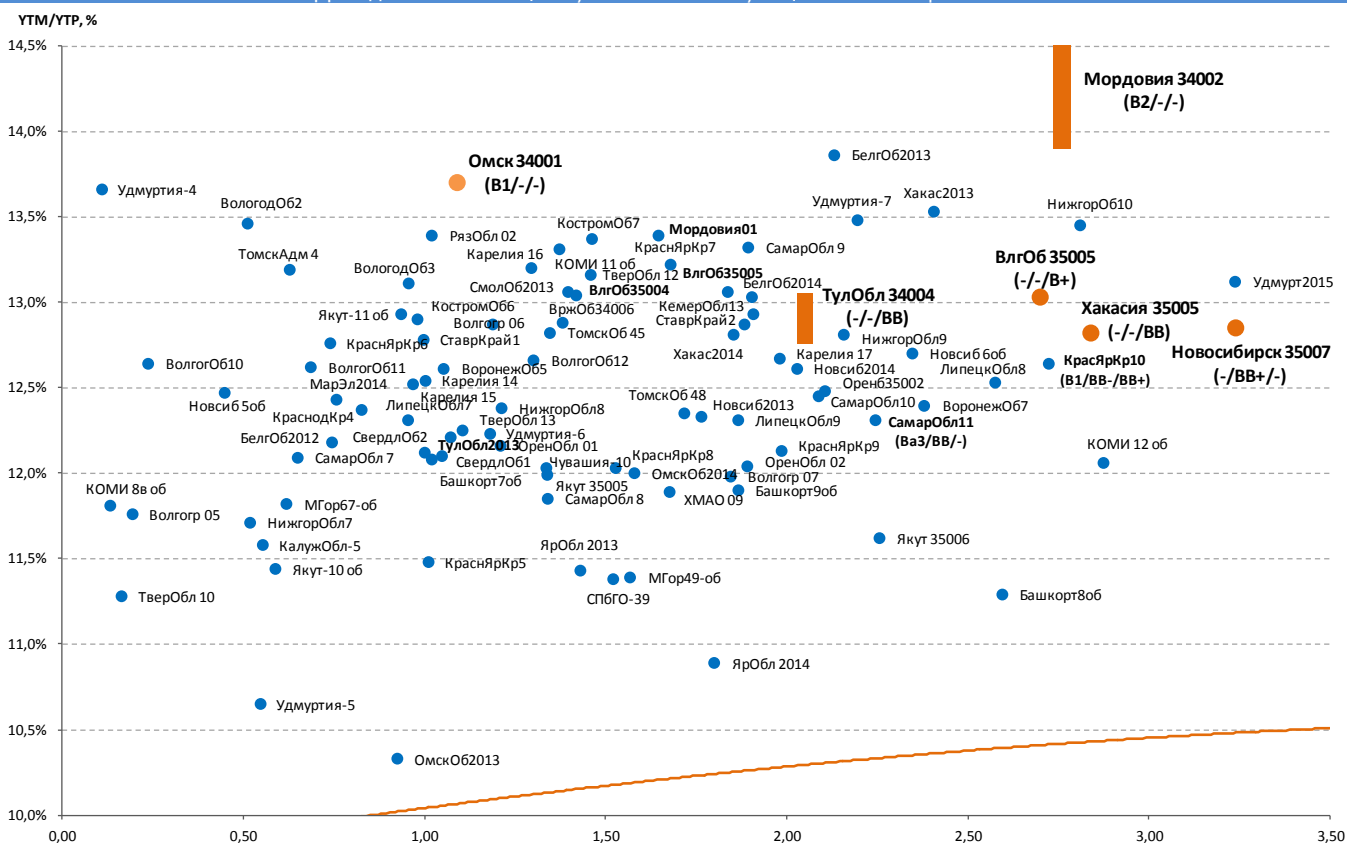
Отметим, что близкие Тульской области по рейтинговым оценкам (группы «BB») Хакасия и Новосибирск разместили свои облигации с доходностью – 12,82%/дюр. 2,8 г. и 12,85%/дюр. 3,2 г. Учитывая разницу в срочности бумаг, у Тульской области выпуск короче по дюрации (2,05 г.), а также в размере бюджета и уровне долга, по которым Тульская область смотрится лучше, размещение новых облигаций области может пройти по нижней границе индикатива на уровне 12,77%, возможно ниже на 20-25 б.п., учитывая интерес инвесторов к субфедеральному риску. Мы в первую очередь рекомендуем участвовать в размещении Тульской области, в том числе на фоне среднесрочных ожиданий дальнейшего смягчения ДКП ЦБ.

В свою очередь, Мордовия предлагает наивысшую доходность – 13,92-14,48% при дюрации 2,76 г., с премией 90-145 б.п. к уровню доходности Волгоградской области (-/B+), собравшей книгу по выпуску на прошлой неделе (YTM 13,03%/2,7 г.). Впрочем, столь заметная компенсация при разнице в рейтингах всего на 1 ступень соответствует кредитному качеству эмитента, выпуск может подойти инвесторам, готовых к риску с доходностью от 14,2%. Впрочем, конкуренцию Мордовии может составить Омск с более высоким кредитным рейтингом (на 1 ступень) и выпуском с заметно меньшей дюрацией (1,09 г.), бумага вполне может найти интерес с доходностью 13,5%.

В первую очередь рекомендуем выпуск Тульской области...

Мордовия с наибольшей доходностью может заинтересовать инвесторов готовых к риску, но конкуренцию вполне может составить выпуск Омска с более высоким рейтингом и короткой дюрацией...

Доходности облигаций субъектов РФ и муниципальных образований



Ключевые финансовые показатели млрд руб.	Тульская область (-/-/BB)				Мордовия (B2/-/-)				Хакасия (-/-/BB)				Волгоградская область (-/-/В+)				Новосибирск (-/BB+/-)			
	8м14	8м15	Изм.	2015П	8м14	8м15	Изм.	2015П	8м14	8м15	Изм.	2015П	7м14	7м15	Изм.	2015П	6м14	6м15	Изм.	2015П
Доходы	36,9	42,4	15%	60,3	25,1	23,6	-6%	34,8	13,4	16,6	24%	24,9	40,1	46,7	16%	82,4	17,4	16,7	-4,1%	36,0
Соб. доходы	29,9	32,4	9%	47,8	17,4	13,3	-23%	22,4	8,2	9,4	14%	15,6	30,7	34,6	13%	61,0	10,8	9,5	-11,5%	22,2
Доля соб. доходов в доходах	81%	77%		79,4%	69%	56%		64,4%	61%	57%		62,7%	77%	74%		74,1%	62,0%	57,2%		61,7%
Безвозмездные перечисления	7,0	9,9	41%	12,5	7,7	10,3	33%	12,4	5,2	7,2	39%	9,3	9,4	12,1	29%	21,3	6,6	7,1	7,9%	13,8
Расходы	38,0	39,4	4%	63,3	24,8	26,2	6%	38,9	15,1	19,0	26%	26,7	45,8	46,8	2%	90,5	17,4	17,0	-2,0%	37,3
Дефицит/профицит	-1,1	2,9		-3,0	0,3	-2,6		-4,1	-1,8	-2,5		-1,8	-5,7	-0,2		-8,1	0,02	-0,3		-1,3
Госдолг	15,9	15,8	-0,4%	17,6	24,5	32,2	31%	30,8	10,1	14,4	42%	13,7	41,9	40,4	-3,5%	49,4	12,6	14,1	11,7%	15,6
Госдолг/Соб. доходы	37%	30%		36,8%	104%	165%		137,6%	80%	104%		87,6%	86%	70%		81,0%	53,8%	60,2%		70,4%

Источники: Росказна, Минфин РФ, PSB Research

Ключевые финансовые показатели млрд руб.	Тульская область (-/-/BB)				Мордовия (B2/-/-)				Омск (B1/-/-)				Красноярский край (B1/BB-/BB+)				Самарская область (Bаз/BB/-)			
	8м14	8м15	Изм.	2015П	8м14	8м15	Изм.	2015П	8м14	8м15	Изм.	2015П	7м14	7м15	Изм.	2015П	7м14	7м15	Изм.	2015П
Доходы	36,9	42,4	15%	60,3	25,1	23,6	-6%	34,8	9,6	9,3	-3%	16,8	79,4	99,7	26%	173,2	74,9	76,0	2%	137,4
Соб. доходы	29,9	32,4	9%	47,8	17,4	13,3	-23%	22,4	5,0	4,9	-2%	8,2	63,4	81,8	29%	149,4	63,0	64,8	3%	118,6
Доля соб. доходов в доходах	81%	77%		79,4%	69%	56%		64,4%	53%	53%		49%	80%	82%		86,2%	84%	85%		86,3%
Безвозмездные перечисления	7,0	9,9	41%	12,5	7,7	10,3	33%	12,4	4,5	4,4	-4%	8,7	15,9	17,9	12%	23,8	11,9	11,2	-6%	18,8
Расходы	38,0	39,4	4%	63,3	24,8	26,2	6%	38,9	9,5	10,1	7%	17,9	91,4	103,0	13%	195,1	67,2	70,5	5%	152,1
Дефицит/профицит	-1,1	2,9		-3,0	0,3	-2,6		-4,1	0,1	-0,8		-1,0	-12,0	-3,3		-22	7,7	5,5		-15
Госдолг	15,9	15,8	-0,4%	17,6	24,5	32,2	31%	30,8	2,8	4,1	48%		61,7	72,8	18%	73,0	45,1	57,5	27%	62,9
Госдолг/Соб. доходы	37%	30%		36,8%	104%	165%		137,6%	34%	54%			55%	55%		48,8%	42%	52%		53,0%

Источники: Росказна, Минфин РФ, PSB Research

Александр Полютков

Контакты:

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

Директор по исследованиям и аналитике

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

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

ГРУППА АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

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

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

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВЫХ И ВАЛЮТНЫХ РЫНКАХ

Пётр Федосенко FedosenkoPN@psbank.ru +7 (495) 228-33-86

Ольга Целинина TselininaOI@psbank.ru +7 (495) 228-33-12

Дмитрий Иванов Ivanovdv@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-35

Константин Квашнин Kvasninkd@psbank.ru +7 (495) 705-90-69

Собаев Руслан sibaevrd@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-18

Евгений Жариков Zharikov@psbank.ru +7 (495) 705-90-96

Борис Холжигитов KholzhigitovBS@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

Устинов Максим ustinovmm@psbank.ru +7 (495) 411-5130

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

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

© 2015 ПАО «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 ПАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако ПАО «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. ПАО «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. ПАО «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.