



Утренний Express-О

21 октября 2014 г.



Технический монитор

# КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ



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



Газпром (Ваа1/BBB-/BBB) сегодня открывает книгу заявок на облигации объемом 15 млрд руб.

## Хакасия (-/-/BB): первичное предложение.

Хакасия 23 октября намерена провести book-building по 5-летним облигациям серии 35004 на сумму 2,5 млрд руб. Индикатив ставки 1 купона – 12,5-12,75% (YTM 13,1-13,37%/2,7 г.). Размещение выпуска намечено на 28 октября 2014 г. Отметим, что последние размещения субъектов РФ проходили довольно напряженно, и сложно их назвать успешными. Это касается облигаций Воронежской и Омской областей, Карелии. Вместе с тем, Хакасия предлагает премию к уровням данных бумагам от 20-80 б.п., что вполне оправданно за разницу в кредитном качестве Хакасии в сравнении с областями и сопоставимостью с Карелией. В то же время на фоне напряженной ситуации на локальном рынке может потребоваться премия за первичный рынок и Хакасия может рассчитывать на доходность от 13,2% годовых.

*Хакасия планирует 23 октября book-building облигаций 35004 объемом 2,5 млрд руб...*

*Индикатив YTM 13,1-13,37% годовых, дюр. 2,7 г.*

*Последние размещения регионов – Воронежской и Омской областей, а также Карелии прошли довольно напряженно...*

*Индикативы купонов пересматривались вверх, спрос был у верхних границ, при этом размещался не весь объем выпусков...*

*Хакасия уступает Воронежской и Омской областям по кредитному качеству и в большей степени сопоставима с Карелией...*

**Комментарий.** Республика Хакасия 23 октября намерена провести book-building по 5-летним амортизируемым облигациям серии 35004 на сумму 2,5 млрд руб. Индикатив ставки 1 купона – 12,5-12,75% (YTM 13,1-13,37%/2,7 г.). Размещение выпуска намечено на 28 октября 2014 г.

Напомним, что на прошлой неделе прошли размещения выпусков облигаций ряда субфедеральных эмитентов с рейтингом «BB-/BB+» как Воронежская область (-/-/BB+) серии 34007 (YTM 12,28%/2,73 г.), Омская область (Ва2/-/-) серии 34003 (YTM 12,88%/2,45 г.) и Карелия (-/-/BB-) серии 35017 (YTM 12,82%/2,96 г.), то есть премия к кривой ОФЗ составила 290-350 б.п.

Вместе с тем, последние размещения регионов сложно назвать успешными. Так, Воронежская область пересматривала ориентир доходности с 11,46-12,11% в сторону повышения до 12,28% годовых уже накануне аукциона, Омская область размещала из 5 млрд руб. займа только 1,5 млрд руб., установив купон по середине индикатива, Карелия из 3 млрд руб. смогла найти спрос на 2 млрд руб. по верхней границе ориентира.

В свою очередь, Хакасия предлагает премию к данным бумагам от 20-80 б.п., что вполне оправданно, учитывая особенности кредитного профиля республики. Так, Хакасия уступает областям по размеру бюджета в более чем 3 раза; уровню госдолга (Госдолг/Соб.доходы 50-60% против 80% соответственно), а также в части более низкой обеспеченности собственными доходами (70-75% против 60%). В то же время по размеру бюджета, доле собственных доходов и уровню госдолга Хакасия близка к Карелии, причем, последняя несколько уступает по соотношению Госдолг/Соб.доходы – 90% против 80% соответственно, что, похоже, нашло отражение и в рейтинге – на 1 ступень ниже.

21 октября 2014

[illegible]

Источники: Региональные Минфины, Росказна, PSB Research

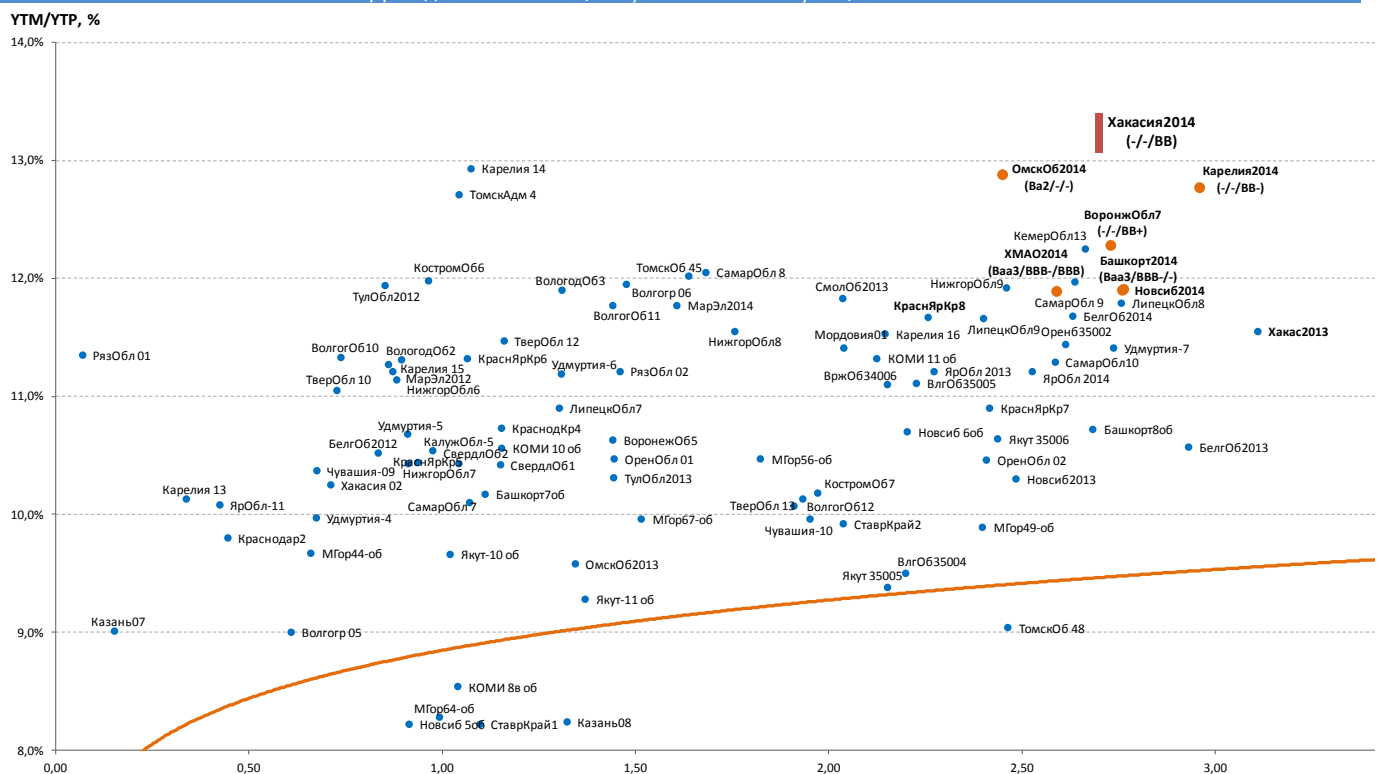
**Напряженная ситуация на локальном рынке из-за слабого рубля и понижения рейтинга России агентством Moody's может потребовать премии на первичном рынке...**

**Мы считаем, что Хакасия  
может рассчитывать на  
доходность от 13,2%  
годовых...**

Вместе с тем, Хакасия по размеру ВРП в 2012 г. (130 млрд руб.) была на 68 месте из 83 субъектов РФ, за 2013 г. объем ВРП оценочно составил 134 млрд руб. В структуре экономики преобладают обрабатывающие производства и добыча (приходится около четверти ВРП), а также электроэнергетика, транспорт и связь (по 10%). В структуре промышленности более половины приходится на обрабатывающие производства, около четверти – на добычу, пятая часть – на электроэнергетику. Отметим, что в отраслевом разрезе весомую часть занимает цветная металлургия (порядка 45% - высокая концентрация на цикличном секторе), электроэнергетика (порядка 20%), топливная и пищевая промышленность (по 10%).

Учитывая итоги последних размещений регионов, в частности, Омской области (УТМ 12,88% годовых) и Карелии (УТМ 12,82% годовых), а также сохраняющуюся напряженность на локальном рынке на фоне слабого рубля и понижения агентством Moody's рейтинга России, которые могут потребовать премию на первичном рынке, мы считаем, что Хакасия может рассчитывать на доходность от 13,2% годовых.

## Доходности облигаций субъектов РФ и муниципалитетов



**Александр Полютов**

21 октября 2014

Газпром (Ваа1/BBB-/BBB) сегодня открывает книгу заявок на облигации объемом 15 млрд руб.

Сегодня Газпром открывает книгу заявок на рублевый выпуск Газпром БО-21 на 15 млрд руб. сроком на 30 лет и офертой через 1 год. Ставку купона планируется установить в ходе сбора заявок. По нашим оценкам, доходность при размещении может находиться в диапазоне 10,6-10,9%, при этом высокое кредитное качество могут способствовать небольшому снижению премии к ОФЗ относительно недавнего выпуска Транснефть БО-03.

**Комментарий.** Газпром сегодня открывает книгу заявок по облигациям серии БО-21 на 15 млрд руб. Размещение намечено на следующую неделю. Оферта по выпуску предусмотрена через 1 год, а первый купон планируется установить в ходе сбора заявок.

Напомним, что 15 октября Транснефть (Ваа1/BBB-/BBB) осуществила сбор заявок по выпуску БО-03 на 20 млрд руб. Размещение 22 октября будет проведено по объему 15 млрд руб. Ориентир ставки купона находился в диапазоне 10,80-11,0% (дох. 11,09-11,30%), при этом непосредственно установлена первая ставка купона была на уровне 11% при сборе заявок. Таким образом, Транснефть планирует разместиться с премией примерно в 2,4-2,5% к кривой ОФЗ.

Рублевые выпуски Газпрома не отличаются высокой ликвидностью. Из обращающихся выпусков Газпрома, близких по дюреции к готовящемуся выпуску, наиболее ликвидным является выпуск ГазпромК-об с дюрецией 1,3 г., который предлагает доходность 9,4-10,1%, что соответствует премии к кривой ОФЗ в 0,6-1,3%. При оценке предполагаемой доходности выпуска Газпром БО-21 мы опирались на результаты сбора заявок в рамках размещения Транснефть БО-03 (выпуск в настоящее время котируется по номиналу) и доходности выпуска ГазпромК-об.

Мы полагаем, что Газпром при размещении может рассчитывать на некоторый дисконт в ставке по сравнению с выпуском Транснефти. В связи с этим мы ожидаем, что премия к кривой ОФЗ по Газпром БО-21 составит 1,8-2,1% (доходность 10,6-10,9%).

Что касается условий для выпуска, в настоящий момент на рынке можно наблюдать некоторую настороженность и умеренный негатив в связи с произведенным в минувшую субботу понижением кредитного рейтинга России и ожидаемым позднее на неделе решением S&P's по суверенному рейтингу. Однако противовесом к этому может послужит сильный кредитный профиль Газпрома, на который, в частности, вчера указало агентство Fitch, отметив, что текущее снижение цен на газ в Европе не оказывает давление на рейтинги Газпрома и лишь существенное падение ниже текущих уровней может оказать подобное давление. Напомним, что соотношение Долг/EBITDA по итогам 1 пол. 2014 г. находилось на комфортном уровне 1,01х, при этом график выплат долгов не вызывает опасений благодаря накопленной подушке ликвидности в 943,9 млрд руб. против короткой части долга 294,8 млрд руб.

Мы рекомендуем участие в выпуске Газпром БО-21, учитывая довольно высокий процент при сильном кредитном качестве эмитента и короткой дюреции.

*Оферта планируется через год после выпуска, ставку купона планируется установить в ходе сбора заявок...*

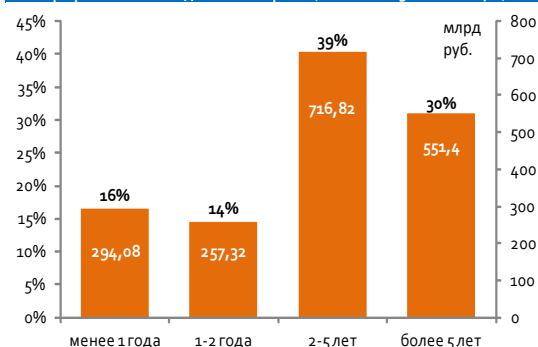
*По нашим оценкам, купон нового выпуска при размещении может составить 10,35-10,65%...*

21 октября 2014

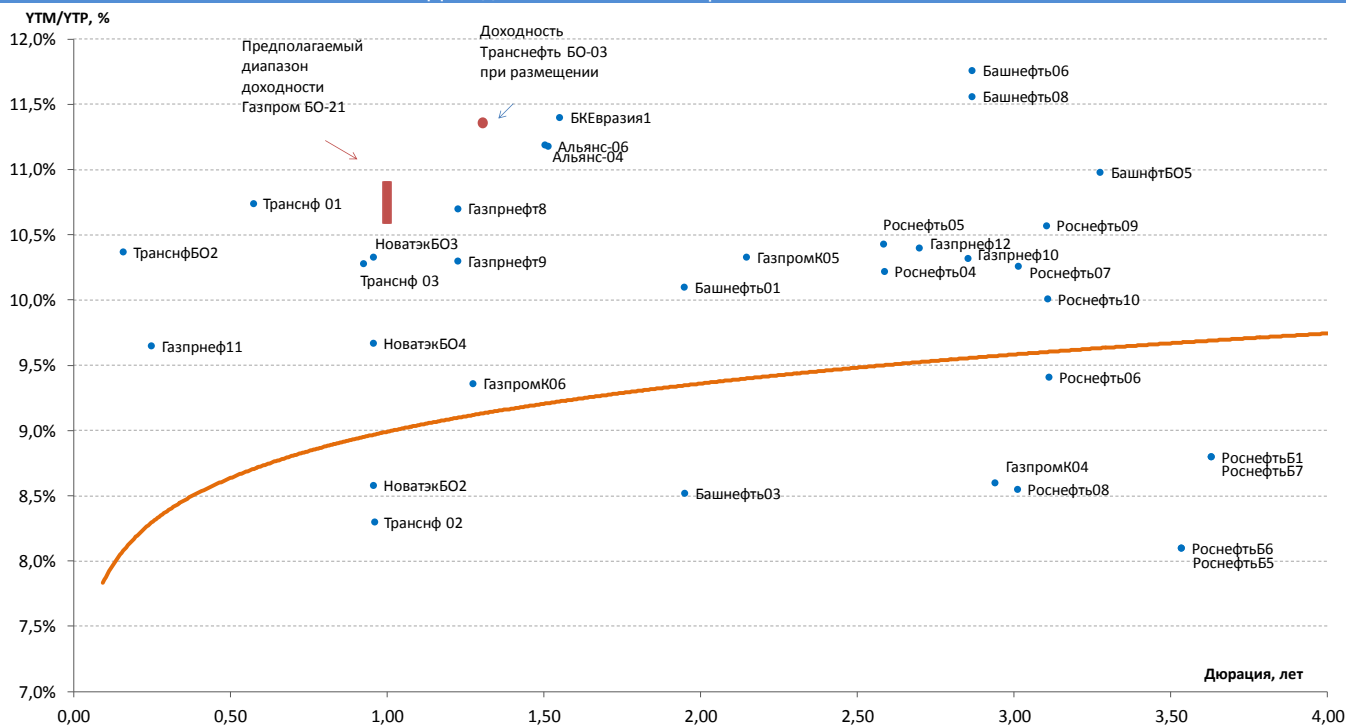
| Газпром МСФО                         |                 |                 |            |
|--------------------------------------|-----------------|-----------------|------------|
| Ключевые показатели млрд. руб.       | 1 пол. 2013     | 1 пол. 2014     | % изм.     |
| Выручка от продаж                    | 2568,1          | 2873,9          | 11,9%      |
| Скорр. EBITDA                        | 1065,0          | 884,1           | -17,0%     |
| Чистая прибыль                       | 582,7           | 450,6           | -22,7%     |
| Операционная прибыль                 | 853,0           | 639,7           | -25,0%     |
| Net margin                           | 22,7%           | 15,7%           | -7 п.п.    |
| EBITDA margin adj.                   | 41,5%           | 30,8%           | -10,7 п.п. |
| Operational margin                   | 33,2%           | 22,3%           | -11 п.п.   |
| Кап.затраты                          | 699,2           | 620,7           | -11,2%     |
| Чист. ден. средства от опер. деят-ти | 955,5           | 986,1           | 3,2%       |
| Чист. ден. средства от инв. деят-ти  | -694,0          | -698,2          | 0,6%       |
| Чистый операц. ден. поток            | 261,6           | 288,0           | 10,1%      |
|                                      | на 31 дек. 2013 | на 30 июня 2014 | % изм.     |
| Активы                               | 13436,2         | 13772,8         | 2,5%       |
| Денежные средства и эквиваленты      | 689,1           | 943,9           | 37,0%      |
| Долг                                 | 1801,9          | 1838,4          | 2,0%       |
| краткосрочный                        | 331,9           | 294,8           | -11,2%     |
| долгосрочный                         | 1470,0          | 1543,6          | 5,0%       |
| Чистый долг                          | 1112,8          | 894,5           | -19,6%     |
| Чистый долг/EBITDA                   | 0,61            | 0,49            | -          |
| Долг/EBITDA                          | 0,98            | 1,01            | -          |

Источник: данные компании, расчеты PSB Research

График погашения долгов Газпрома (по сост. на 31 июня 2014 г.)



Доходности облигаций нефтегазовых компаний

Алина Арбекова

21 октября 2014

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

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

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF &lt;GO&gt;

<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 Давиташвили**

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

21 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.