



Утренний Express-О



Технический монитор

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

**Самарская область (Ваз/ВВ/–): первичное предложение.**

Самарская область (Ваз/ВВ/–): первичное предложение.

Самарская область планирует 1 июля провести размещение нового выпуска облигаций серии 35012 объемом 10 млрд руб. Срок обращения займа – 8 лет. С учетом амортизационного графика погашения дюрация выпуска составит 4,85 года. Выпуск маркируется с доходностью 10,17% - 10,49% годовых (ставка купона 9,8% – 10,10% годовых).

Самарская область - один из крупнейших промышленных центров России. В 2015 г. объем ВРП региона составил 1,2 трлн руб. Совокупные доходы бюджета Самарской области в 2015 г. составили 131,7 млрд руб. (+1,8% г/г), в т.ч. собственные доходы – 106,2 млрд руб. и 25,5 млрд руб. безвозмездные поступления из федерального бюджета. По состоянию на 1 июня госдолг региона равен 65,2 млрд руб., что составляет 61% от объема собственных годовых доходов региона. Показатели долговой нагрузки Самарской области ниже медианного значения для регионов рейтинговой категории «ВВ», а по уровню доходов бюджета Самарская область опережает большинство регионов рейтинговой категории «ВВ», что определяет сильные кредитные метрики и инвестиционную привлекательность долговых инструментов эмитента.

Принимая во внимание текущую рыночную конъюнктуру, покупка нового выпуска облигаций Самарской области, на наш взгляд, интересна уже по нижней границе маркируемого диапазона ставки купона.

Самарская область планирует 1 июля размещение выпуска облигаций 35012 объемом 10 млрд руб...

Среди регионов с аналогичным уровнем кредитного рейтинга Самарская область отличается меньшим уровнем долговой нагрузки и значительными масштабами экономики...

ВРП Самарской области превышает 1,2 трлн руб...

Комментарий. Самарская область планирует 1 июля провести размещение нового выпуска облигаций серии 35012 объемом 10,0 млрд руб. Срок обращения займа – 8 лет. Погашение выпуска будет осуществляться по амортизационному графику, что обеспечивает дюрацию выпуска 4,85 года. Индикативная ставка ежеквартального купона объявлена в диапазоне 9,8% – 10,10% годовых, что соответствует эффективной доходности 10,17% - 10,49% годовых.

Самарская область как эмитент хорошо известна рынку. В обращении находятся пять выпусков облигаций региона номинальным объемом 49,5 млрд руб. При этом с учетом амортизационного графика погашения остаток задолженности по погашению бумаг составляет 28,9 млрд руб. Размещение нового выпуска осуществляется с целью финансирования дефицита бюджета и рефинансирования текущего краткосрочного долга.

Кредитные рейтинги Самарской области были подтверждены в апреле текущего года на уровне «Ваз» от Moody's и на уровне «ВВ» от S&P. Основными факторами инвестиционной привлекательности Самарской области являются значительные масштабы и диверсифицированная структура ВРП региона, поддержка из федерального бюджета и низкая долговая нагрузка по международным меркам. Давление на финансовые показатели региона оказывает опережающий рост расходов по сравнению с доходами, что обусловило дефицит бюджета на протяжении последних трех лет и рост долговой нагрузки.

По итогам 2015 г. объем ВРП Самарской области составил 1,2 трлн руб., при этом в 2014 г. среди субъектов РФ область занимала 12-е место. Машиностроение является основной специализацией региона, обеспечивая 22,8% ВРП, по данным Росстат. На долю нефтедобывающей и нефтеперерабатывающей отрасли приходится около 16% ВРП.

Структура ВРП диверсифицирована по отраслям, что обеспечивает стабильность доходов бюджета в условиях спада в отдельных отраслях...

Динамика индекса физического объема ВРП Самарской области за последние три года опережает средний показатель по России. Динамика инвестиций в основной капитал и показатели занятости населения в Самарской области в последние три года также выглядят лучше средне российских.

Динамика ключевых макро показателей	2013	2014	2015
ВРП, Самарская обл. (в % г/г)	104,2%	101,9%	96,8%
ВВП, Россия (в % г/г)	101,3%	100,7%	96,3%
Инвестиции в основной капитал, Самарская обл. (в % г/г)	112,3%	106,8%	87,1%
Инвестиции в основной капитал, Россия (в % г/г)	100,8%	98,5%	91,6%
Безработица по методологии МОТ, Самарская обл., %	3,2%	3,0%	3,6%
Безработица по методологии МОТ, Россия (%)	5,5%	5,2%	5,6%

Источники: Росстат, Правительство Самарской области, PSB Research

Среди отраслей, показавших наилучшую динамику в 2015 г., можно выделить следующие: текстильное и швейное производство (130,1%), химическое производство (109,4%), производство резиновых и пластмассовых изделий (100,2%), машиностроение (99,7%), пр-во электро- и оптического оборудования (96,9%), нефтепереработка (96,8%).

Диверсифицированная структура экономики обеспечивает устойчивость доходов регионального бюджета к ухудшению макроэкономической конъюнктуры. За последние три года среднегодовые темпы роста доходов бюджета равнялись 3,5%. В 2015 г. доходы бюджета Самарской области составили 131,7 млрд руб., что на 1,8% превышает уровень 2014 г.

Влияние на динамику доходов региона оказало изменение режима налогообложения и финансовой стратегии нескольких крупных холдинговых компаний. После того, как в 2013 г. была введена система консолидированных групп налогоплательщиков, позволяющая холдингам снижать налоговые выплаты за счет консолидации прибыли и убытков дочерних организаций, налоговые поступления от крупных корпораций в бюджет Самарской области снизились.

Снижение поступлений по налогу на прибыль в 2015 г. обусловлено в значительной мере убытками от переоценки валютных обязательств крупных компаний в результате девальвации рубля. Собственные доходы бюджета Самарской области в 2015 г. сократились на 2,1 млрд руб. (-1,9% г/г), что было полностью компенсировано увеличением поддержки из федерального бюджета до 25,5 млрд руб. по сравнению с 21,1 млрд руб. в 2014 г. (+20,8% г/г).

Показатель обеспеченности Самарской области собственными доходами в 2015 г. снизился до 81% с 84% в 2014 г., оставаясь выше медианного значения данного показателя для регионов рейтинговой категории «ВВ».

Рост расходов бюджета в 2013-2015 годах превышал динамику доходов, что обусловило дефицит бюджета и рост долговой нагрузки...

Динамика расходов Самарской области в 2013-2015 гг. опережала рост доходов, что обусловило дефицит бюджета, финансируемый за счет роста долговой нагрузки. Основной рост бюджетных расходов произошел по статьям «экономика», «социальная политика», «образование». Расходы на «общегосударственные вопросы» и «национальную безопасность» в 2015 г. были сокращены.

Дефицит бюджета Самарской области в 2015 г. составил 10,0 млрд руб. Исполнение бюджета 2016 г. также запланировано с дефицитом на уровне 10,0 млрд руб. Возможности по сокращению расходов региона ограничены необходимостью финансирования социальных обязательств и потребностями в развитии инфраструктуры, в то время как рассчитывать на заметное улучшение экономической ситуации в перспективе нескольких лет пока не приходится.

Ключевые бюджетные показатели, млрд руб.	Самарская область					
	2012	2013	2014	2015	изм. 2015/2014	CAGR 2012 - 2015
Доходы	118,8	123,7	129,4	131,7	1.8%	3.5%
Собственные доходы, в т.ч.:	101,0	103,7	108,3	106,2	(1.9%)	1.7%
Налог на прибыль	45,3	39,4	35,6	34,8	(2.1%)	(8.4%)
НДФЛ	24,4	27,3	34,8	33,9	(2.5%)	11.7%
Налоги на товары и услуги	12,5	16,5	17,2	14,4	(16.5%)	4.8%
Налог на имущество	13,9	15,2	14,6	16,3	11.6%	5.3%
Доля соб. доходов в доходах	85%	84%	84%	81%		
Безвозмездные перечисления	17,8	18,8	21,1	25,5	20.8%	12.8%
Расходы, в т.ч.:	117,1	134,3	143,9	141,7	(1.5%)	6.6%
Социальная политика	26,9	30,6	33,3	36,1	8.4%	10.3%
Образование	23,8	27,9	31,7	31,6	(0.3%)	9.9%
Медицина, физк-ра и спорт	25,9	25,7	25,4	25,4	0.2%	(0.6%)
Национальная экономика	19,5	26,6	28,1	24,0	(14.6%)	7.2%
Дефицит/профицит	1,7	-10,6	-14,5	-10,0		
Госдолг	36,8	39,6	53,3	62,6	17.5%	
Госдолг/Соб. доходы	36%	38%	49%	59%		

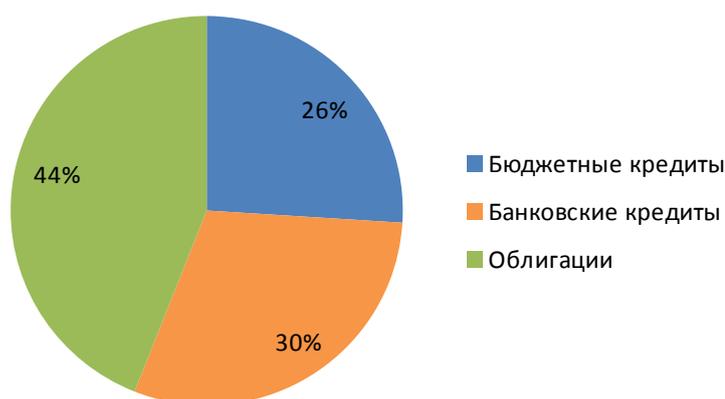
Источники: Росказна, Минфин Самарской области, PSB Research

Риски рефинансирования Самарской области минимизированы за счет поддержки из федерального бюджета, распределения выплат на долгосрочном горизонте и наличия достаточных текущих остатков для оперативных платежей...

Общая величина госдолга Самарской области на 1 июня составила 65,2 млрд руб. При этом 26% долга составляют льготные кредиты Минфина РФ, 30% кредиты банков и 44% обеспечивают выпущенные рублевые облигации. Дополнительным фактором минимизации рисков рефинансирования долга является разнесения выплат по погашению долга на протяжении 2016-2021 гг. Текущие среднемесячные остатки денежных средств на счетах бюджета Самарской области превышают объемы выплат по погашению основной суммы долга.

Структура госдолга Самарской области (на 01.06.2016 г.), млрд руб.

65,2 млрд руб.



Источники: Росказна, Минфин Самарской области, PSB Research

У Самарской области в обращении 5 выпусков облигаций, которые торгуются с премией к ОФЗ порядка 70 – 125 б.п...

Новый выпуск бондов Самарской области содержит премию к суверенной кривой 157 – 230 б.п...

При позиционировании нового выпуска облигаций Самарской области мы обращаем внимание на котировки уже обращающихся бумаг региона, а также на итоги последних первичных размещения облигаций регионов сопоставимого кредитного качества.

В настоящее время у Самарской области уже обращаются 5 выпусков облигаций общим непогашенным объемом 28,7 млрд руб. Выпуск серии 35007 предстоит к погашению 30 ноября 2016 г. (непогашенная часть номинала составляет 2,4 млрд руб.), остальные бумаги погашаются по графику амортизации в течение 5 лет – до 2021 г.

Последнее размещение облигаций Самарской области было реализовано в июне 2015 г. Пятилетний выпуск серии 34011 был размещен со ставкой ежеквартального купона 12,4% годовых, что предполагало эффективную доходность 12,99% годовых. Сейчас индикативная цена выпуска выросла до 105,15% от номинала, а доходность снизилась

до 10,02% годовых. Премия по выпуску к кривой доходности ОФЗ равна 67 б.п. Выпуски облигаций Самарской области, размещенные в 2013-2014 годах, торгуются сейчас с доходностью в диапазоне 10,2% – 10,6% годовых, что содержит премию к ОФЗ в размере 80 – 120 б.п.

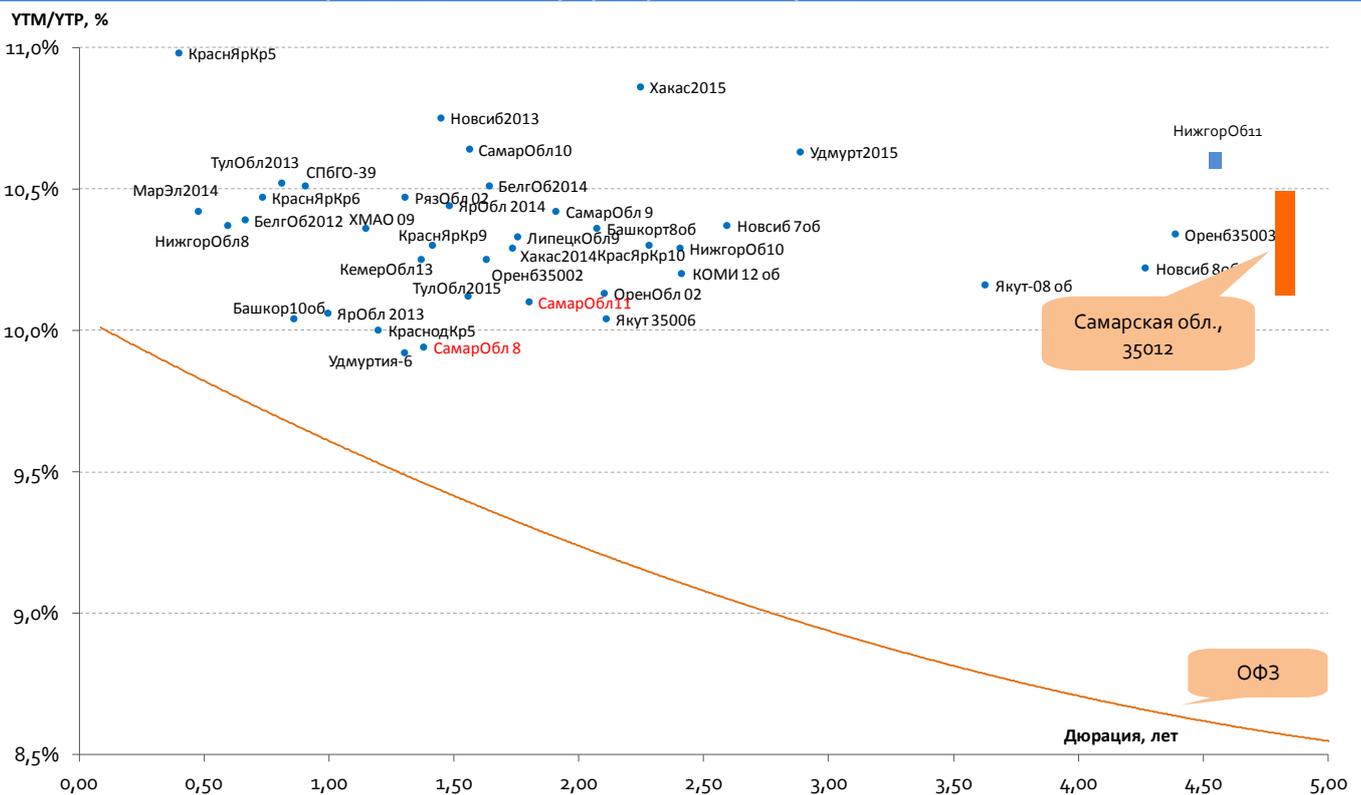
Маркетируемый уровень ставки ежеквартальных купонов по новому выпуску облигаций Самарской области в размере 9,8% – 10,10% годовых соответствует эффективной доходности на уровне 10,17% - 10,49% годовых, что при инверсии кривой ОФЗ содержит премию 170 – 200 б.п. к доходности суверенного долга. Данный уровень премии в два раза превышает премию по уже обращающимся бондам Самарской области, что выглядит интересно для покупки.

При сравнении параметров нового выпуска облигаций Самарской области с доходностью недавно размещенных облигаций регионов аналогичного кредитного качества мы также отмечаем рыночную привлекательность бумаги. Так, размещение облигаций Якутии (-/ВВ/ВВВ-) серии 35008 было реализовано 18 мая со ставкой купона 10,29% годовых. Сейчас бумага торгуется выше номинала с доходностью 10%-10,2% при дюрации 3,6 года, премия к ОФЗ составляет 130-150 б.п.

Выпуск облигаций Нижегородской области (В1/-/ВВ) серии 35011 был размещен 22 июня со ставкой купона 10,25%, УТМ 10,63%, дюрация 4,4 года. С учетом того, что кредитный рейтинг Самарской области от Moody's на одну ступень выше, чем у Нижегородской области, мы считаем, что покупка новых бондов Самарской области может быть интересна с дисконтом порядка 25 б.п. к выпуску Нижегородской области 35011.

Учитывая ожидания по замедлению инфляции и дефицит предложения качественных бумаг с длинной дюрацией предлагаемые параметры нового займа Самарской области смотрятся интересно для покупки...

Карта доходностей: Субфедеральные и муниципальные займы



Дмитрий Монастыршин

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 Кашцев 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
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

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 Kvashninkd@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

ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

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

Михаил Молчанов Molchanovm@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-31
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

© 2016 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.