

# КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Башкортостан (Вааз/BBB-/-): первичное предложение.

Евраз (Ваз/В+/BB-) договорился с АЛРОСА (Ваз/BB-/BB) о рассрочке платежа за ГКМ Тимир.

## Башкортостан (Вааз/BBB-/-): первичное предложение.

Башкортостан планирует 24 июля сбор заявок на облигации объемом 6 млрд руб. Индикатив доходности – не выше 10,6% годовых при дюреции 2,93 года. Башкортостан обладает динамичной и диверсифицированной экономикой с крупным по масштабу бюджетом и хорошей обеспеченностью собственными доходами (порядка 80%), низким уровнем госдолга (Госдолг/Соб.доходы – около 20%). Справедливые уровни для бумаг Башкортостана с учетом последних размещений и торгуемых облигаций сопоставимых регионов (с поправкой на разницу в рейтингах) находятся в пределах 10,1-10,25% годовых. Тем не менее, ухудшение конъюнктуры из-за введения очередной порции санкций в адрес России, наверняка, потребует некоторой премии.

**Башкортостан планирует размещение облигации на 6 млрд руб...**

**Индикатив**  
 УТМ не выше 10,6%,  
 дюреция 2,93 года...

**Кредитный профиль**  
 Башкортостана довольно надежный, госдолг на низком уровне –  
 Госдолг/Соб.доходы около 20%...

**Ориентиром для Башкортостана может быть размещение Самарской области и обращающиеся бумаги Якутии...**

**Комментарий.** Башкортостан планирует 24 июля провести сбор заявок на облигации объемом 6 млрд руб. срочностью 4,5 года. Индикатив 1 ставки купона – не выше 10,2% годовых, УТМ – не выше 10,6% годовых при дюреции 2,93 года. Размещение выпуска предварительно намечено на 29 июля.

Башкортостан обладает одной из динамичной и диверсифицированной в РФ региональной экономикой – по размеру ВРП республика в 2012 г. была на 11 месте с 1,154 трлн руб., индекс промышленного производства в 2013 г. составил 102,5% (против 100,4% в РФ). При этом в экономике преобладает нефтедобыча и нефтепереработка, химия и нефтехимия, машиностроение и металлообработка.

Башкортостан располагает крупным по масштабу бюджетом среди регионов (в 2014 г. запланировано 124 млрд руб. против 122 млрд руб.) и хорошей обеспеченностью собственными доходами (порядка 77-80%). В то же время у региона в бюджете на 2014 г. заложен значительный размер дефицита (18 млрд руб. или около 14%), в том числе в связи с необходимостью выполнять майские указы президента по повышению зарплаты бюджетникам.

Отчасти покрытие дефицита будет за счет заимствований, что может привести к росту госдолга. Так, по итогам 2014 г. планируется увеличение размера госдолга на четверть относительно 2013 г. – до 24,5 млрд руб., впрочем, соотношение госдолга к собственным доходам останется более чем комфортным – около 24% против 21% в 2013 г., то есть будет низким как по российским, так и международным меркам.

Отметим, что у Башкортостана на рассматриваемом отрезке дюреции торгуется выпуск 34008 (УТМ 10,06%/2,96 г.), но облигации неликвидные. В то же время в первой декаде прошло размещение Самарской области (Ва1/BB+/-) 35010 с УТМ 10,38%/2,95 г., также торгуется недавно размещенный выпуск Якутии (-/BB+/BBB-) 34006 с УТМ 10,34%/2,76 г. В свою очередь, Башкортостан сопоставим по размеру бюджета с данными регионам, при этом превосходил Якутию по обеспеченности собственными доходами и несколько уступал Самарской области. В то же время по уровню госдолга

**Справедливый уровень для бумаг Башкортостана – 10,1-10,25% годовых, но может потребоваться премия из-за новых санкций...**

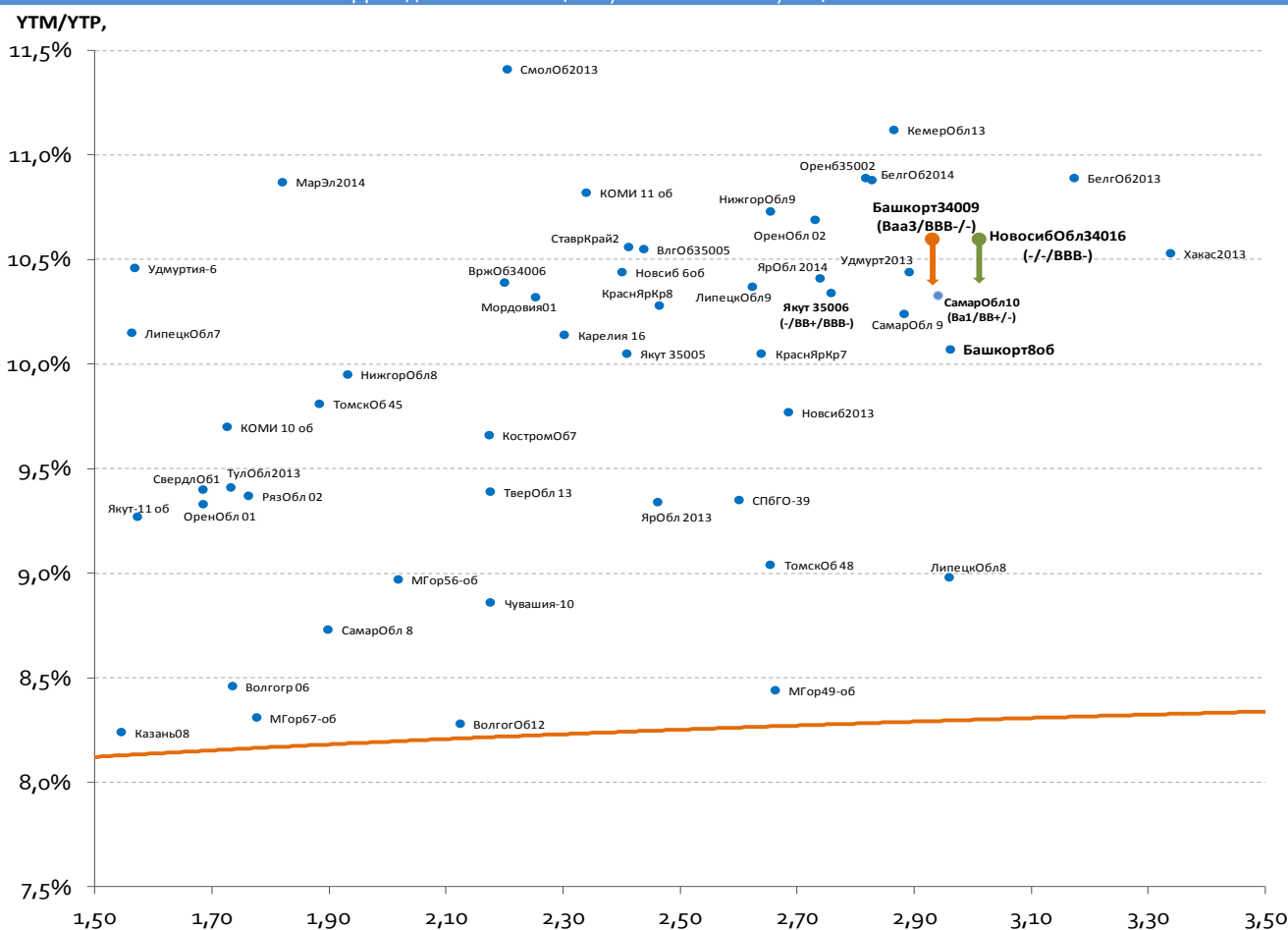
**Конкуренцию на первичном рынке может составить предложение Новосибирской области...**

Башкортостан был явно лучше. Вместе с тем, у Башкортостан на 1 ступень был выше кредитный рейтинг, инвестиционной категории («BBB-»), причем от двух агентств – Moody's и S&P.

На наш взгляд, справедливые уровни для бумаг Башкортостана с учетом последних размещений и торгуемых облигаций сопоставимых регионов (с поправкой на разницу в рейтингах) находятся в пределах 10,1-10,25% годовых. Тем не менее, ухудшение конъюнктуры из-за введения очередной порции санкций в адрес России, наверняка, потребует некоторой премии.

Конкуренцию на первичном рынке Башкортостану могут составить новые облигации Новосибирской области (-/-/BBB-) со схожими параметрами выпуска – объемом 7 млрд руб. и индикативом YTM не выше 10,6% годовых при дюрации 3,01 г. (см. наш комментарий от [11 июля 2014 г.](#)). Тем не менее, Башкортостан по бюджетным показателям и уровню госдолга выглядит несколько лучше Новосибирской области, к тому же срочность облигаций республики несколько короче – 4,5 года против 5 лет.

Доходности облигаций субъектов РФ и муниципалитетов



Ключевые финансовые показатели млрд руб.	Башкортостан (Ваа3/BBB-/-)				Новосибирская область (-/-/BBB-)				Самарская область (Ваа/BB+/-)				Республика Саха (Якутия) (-/BB+/BBB-)					
	2013П	2013Ф	Исп.	2014П	5м14Ф	Исп.	2013П	2013Ф	Исп.	2014П	2013П	2013Ф	Исп.	2014П	2013П	2013Ф	Исп.	2014П
Доходы	119,5	121,7	102%	128,8	52,0	40%	107,5	97,8	91%	103,5	130,2	123,7	95%	137,6	133,0	136,8	103%	133,6
Соб. Доходы	91,0	93,9	103%	102,1	39,6	39%	90,3	78,2	87%	86,9	111,0	103,7	93%	122,5	63,3	64,4	102%	69,2
Доля соб. доходов в доходах	76,2%	77,1%		79,3%	76,1%		84,0%	79,9%		84,0%	85,3%	83,8%		89,0%	47,6%	47,1%		51,8%
Налог на прибыль	30,8	31,9	103%	31,9	13,6	43%	29,9	21,9	73%	24,3	45,6	39,4	86%	44,3				
НДФЛ	23,9	24,4	102%	31,0	10,4	34%	24,3	23,9	98%	26,7	27,0	27,3	101%	36,4				14,5
Безвозмездные перечисления	28,5	27,8	98%	26,7	12,4	47%	17,2	19,6	114%	16,6	19,2	20,0	104%	15,1	69,8	72,3	104%	64,4
Расходы	148,3	139,2	94%	146,4	49,5	34%	127,2	113,7	89%	117,4	144,1	134,3	93%	156,8	156,7	148,9	95%	145,1
Дефицит/профицит	-28,8	-17,5		-18	2,5		-19,7	-15,9		-14	-14,0	-10,6		-19	-23,7	-12,1		-11
Госдолг	16,4	19,8	121%	24,5	17,0		26,7	24,5	92%	34,7	40,1	39,6	99%	53,7	24,9	24,3	98%	30,1
Госдолг/Соб. доходы	18,0%	21,1%		24,0%	17,6%		29,6%	31,3%		40,0%	36,1%	38,2%		43,8%	39,4%	37,7%		43,6%

Источники: Региональные минфины, PSB Research

Евраз (Ва3/В+/ВВ-) договорился с АЛРОСА (Ва3/ВВ-/ВВ) о рассрочке платежа за ГКМ Тимир.

Газета «Коммерсантъ» сообщает, что Евраз в конечном итоге договорился с АЛРОСА о рассрочке равными траншами оставшихся 2,97 млрд руб. за 51% в ГКМ Тимир на 2014-2016 гг. по 990 млн руб. в год. Напомним, ранее АЛРОСА не соглашалась на рассрочку, но, согласно «Коммерсантъ», позицию госкомпании удалось изменить при помощи представителей государства. Новость позитивная для Евраза, впрочем, масштаб рассрочки для компании не столь существенный. Что касается АЛРОСА, то компания в конце апреля смогла рефинансировать свой короткий долг и отстрой необходимости в денежных средствах у нее не было. Новость, скорее всего, не отразится на евробондах АЛРОСА и Евраза, хотя может оказать некоторую поддержку котировкам последнего в текущих условиях.

**Евраз договорился с АЛРОСА о рассрочке платежа на 2,97 млрд руб. за Тимир...**

**Размер платежа незначительный – не окажет заметного влияния на кредитный профиль Евраза и АЛРОСА...**

**Новость нейтральная для бумаг Евраза и АЛРОСА...**

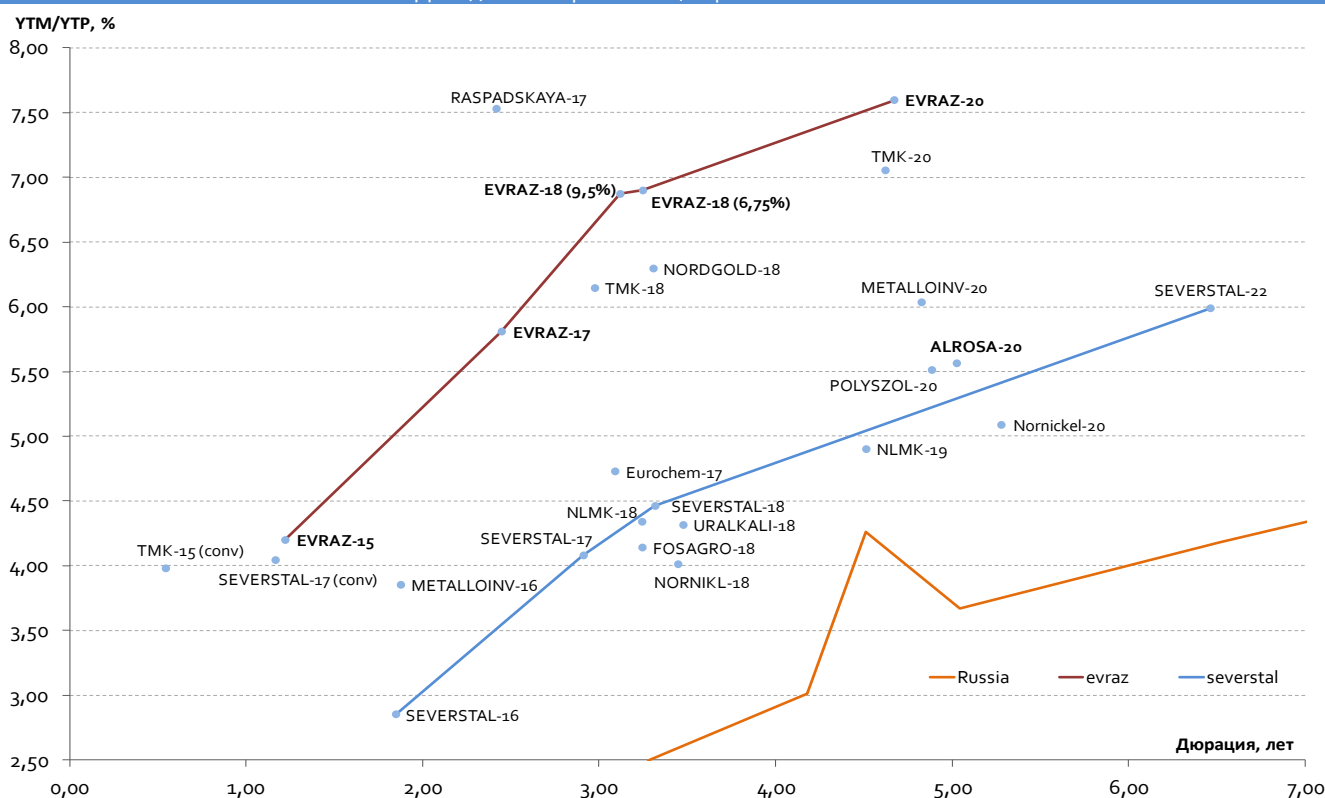
**Комментарий.** Газета «Коммерсантъ» сообщает, что Евраз договорился с АЛРОСА о рассрочке равными траншами оставшихся 2,97 млрд руб. за 51% в ГКМ Тимир (владеет лицензиями на железорудные месторождения в Якутии) на 2014-2016 гг. по 990 млн руб. в год. Напомним, ранее АЛРОСА не соглашалась на рассрочку, но, согласно «Коммерсантъ», позицию госкомпании удалось изменить при помощи представителей государства.

Новость позитивная для Евраза, впрочем, масштаб рассрочки для компании не столь существенный (по итогам 2013 г. выручка была 14,4 млрд долл., EBITDA – 1,82 млрд долл.). Тем не менее, в 2014 г. Евразу предстояло погасить 1,89 млрд долл. при запасе денежных средств на счетах 1,6 млрд долл., поэтому рассрочка несколько облегчит эту задачу. В то же время компания генерирует солидный операционный денежный поток (в 2013 г. был 1,9 млрд долл.), которого также должно хватить на выплаты по долгам и инвестиции (900 млн долл.).

Что касается АЛРОСА, то компания в конце апреля смогла рефинансировать свой короткий долг (1,72 млрд долл.) в ВТБ и Альфа-Банке, поэтому отстрой необходимости в денежных средствах у нее не было, поэтому рассрочка не окажет заметного влияния на кредитный профиль компании.

Новость, скорее всего, не отразится на евробондах АЛРОСА и Евраза, хотя может оказать некоторую поддержку котировкам последнего в текущих условиях.

Доходности еврооблигаций российских эмитентов



17 июля 2014

Ключевые финансовые показатели млн долл.	Евраз (предв.)		
	2012	2013	Изм. %
Выручка	14 726	14 411	-2,1
Операционный денежный поток	2 143	1 900	-11,3
ЕБИТДА	2 027	1 821	-10,2
ЕБИТДА margin	13,8%	12,6%	-1,2 п.п.
Чистая прибыль (убыток)	-425	-572	
margin	отриц	отриц	
	2012	2013	Изм. %
Активы	17 732	17 704	-0,2
Денежные средства и эквиваленты	2 064	1 611	-21,9
Долг	8 440	8 166	-3,2
краткосрочный	1 862	1 894	1,7
долгосрочный	6 578	6 272	-4,7
Чистый долг	6 376	6 555	2,8
Долг/ЕБИТДА	4,2	4,5	
Чистый долг/ЕБИТДА	3,1	3,6	

Источники: данные компаний, PSB Research

Александр Полютов

**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**

<b>Николай Кашцев</b> Директор по исследованиям и аналитике	KNI@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39
<b>Роман Османов</b> 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**

<b>Евгений Локтюхов</b>	LoktyukhovEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61
<b>Илья Фролов</b>	FrolovIG@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06
<b>Олег Шагов</b>	Shagov@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-34
<b>Екатерина Крылова</b>	KrylovaEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31
<b>Игорь Нуждин</b>	NuzhdinIA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

**НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВОГО РЫНКА**

<b>Игорь Голубев</b>	GolubevIA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-29
<b>Елена Федоткова</b>	FedotkovaEV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-16
<b>Алексей Егоров</b>	EgorovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48
<b>Александр Полютов</b>	PolyutovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54
<b>Алина Арбекова</b>	ArbekovaAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-17
<b>Дмитрий Монастыршин</b>	Monastyrshin@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10
<b>Дмитрий Грицкевич</b>	Gritskevich@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14

**ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ****ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ**

<b>Пётр Федосенко</b>	FedosenkoPN@psbank.ru	+7 (495) 228-33-86
<b>Богдан Круть</b>	KrutBV@psbank.ru	+7 (495) 228-39-22
<b>Иван Хмелевский</b>	Khmelevsky@psbank.ru	+7 (495) 411-51-37
<b>Ольга Целинина</b>	TselininaOI@psbank.ru	+7 (495) 228-33-12

**ТОРГОВЛЯ ДОЛГОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ И ВАЛЮТОЙ**

<b>Юлия Рыбакова</b>	Rybakova@psbank.ru	+7 (495) 705-90-68
<b>Евгений Жариков</b>	Zharikov@psbank.ru	+7 (495) 705-90-96
<b>Денис Семеновых</b>	SemenovkhDD@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-14
<b>Николай Фролов</b>	FrolovN@psbank.ru	+7 (495) 228-39-23
<b>Борис Холжигитов</b>	KholzhigitovBS@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

**ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ**

<b>Андрей Скабелин</b>	Skabelin@psbank.ru	+7 (495) 411-51-34
<b>Иван Заволоснов</b>	ZavolosnovIV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54
<b>Александр Сурпин</b>	SurpinAM@psbank.ru	+7 (495) 228-39-24
<b>Виктория Давитиашвили</b>	DavitashviliVM@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

**ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ**

<b>Алексей Кулаков</b>	KulakovAD@psbank.ru	+7 (495) 411-51-33
<b>Михаил Маркин</b>	MarkinMA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

**ОПЕРАЦИИ С ВЕКСЛЯМИ**

<b>Сергей Миленин</b>	Milenin@psbank.ru	+7 (495) 228-39-21
<b>Александр Бараночников</b>	Baranoch@psbank.ru	+7 (495) 228-39-21

**ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ**

<b>Павел Науменко</b>	NaumenkoPA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17
<b>Сергей Устиков</b>	UstikovSV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17
<b>Александр Орехов</b>	OrekhovAA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19
<b>Игорь Федосенко</b>	FedosenkoIY@psbank.ru	+7 (495) 705-97-69
<b>Виталий Туруло</b>	TuruloVM@psbank.ru	+7 (495) 411-51-39

17 ИЮЛЯ 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.