



Резюме

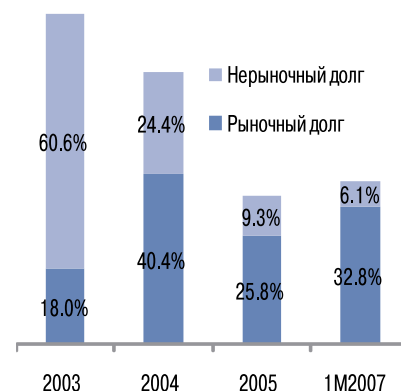
- Ярославская область с населением 1.33 млн. человек и площадью территории 36.4 тыс. кв. км. входит в состав Центрального Федерального округа и расположена в северной половине европейской части Российской Федерации.
- Политическая ситуация в Ярославской области стабильная. Главой области с декабря 1991 года по настоящее время является Лисицын Анатолий Иванович. В ноябре 2006 года по представлению президента РФ Владимира Владимировича Путина он был утвержден депутатами областной думы. Согласно Уставу области срок полномочий губернатора заканчивается в ноябре 2010 года.
- В 2006 году экономика Ярославской области продолжила рост с опережением общероссийских показателей: индекс промышленного производства в сопоставимых ценах составил 105.6% к уровню 2005 года, что превысило аналогичный показатель в целом по Российской Федерации.
- Ключевые отрасли экономики региона: машиностроение и металлообработка, химическая и пищевая промышленность, электроэнергетика.
- В области ведут деятельность: нефтеперерабатывающие подразделения компании «Славнефть», ОАО «Автодизель» (холдинг «Руспромавто»), Ярославский шинный завод (холдинг «Сибур»), ПК Балтика, ЗАО «Балканская звезда». По территории области проходит нефтепровод «Транснефти» Уса – Ухта – Ярославль – Кириши – Приморск.
- В 2006 году объем доходов бюджета области составил 18.2 млрд. руб., увеличившись на 14.4% по сравнению с 2005 годом. Доходная часть бюджета характеризуется ростом доли налоговых доходов.
- Собственные доходы бюджета в 2006 году выросли на 15.3% до 15.6 млрд. руб. Увеличение произошло в основном за счет роста поступлений по налогу на доходы физических лиц и налогу на имущество предприятий. Доля собственных доходов выросла на один процентный пункт по сравнению с предыдущим годом и составила 86%.
- Общий объем госдолга Ярославской области по состоянию на 1 февраля 2007 года составляет 6.6 млрд. рублей, что на 22% больше аналогичного показателя на 1 июля 2006 года. Динамика госдолга сопровождается увеличением собственных доходов бюджета, что позволяет поддерживать соотношение долг/собственные доходы ниже 0.4.
- Ярославская область обладает качественной кредитной историей на рынке публичного субфедерального долга. С 2003 по 2006 год субъект разместил 6 выпусков облигаций общим объемом 6 млрд. руб., два из которых (объемом 1.5 млрд. руб.) были погашены полностью. Обслуживание обязательств региона происходит в соответствии с графиком.
- Ярославской области присвоен кредитный рейтинг консорциума «Эксперт РА – АК&М» на уровне «А», прогноз стабильный. В соответствии с мнением консорциума, в краткосрочной перспективе риск несвоевременного выполнения обязательств администрацией Ярославской области низкий.

Таблица 1. Доходы бюджета Ярославской области, 2006-2007 Пгг., млн. руб.

	2006	2007П
Налоги на прибыль	9 869	11 166
... на прибыль организаций	5 865	7 167
... НДФЛ	3 824	3 999
Акцизы	2 253	2 343
Налоги на совокупный доход	412	294
Налоги на имущество	2 456	2 641
Прочие налоги и неналоговые доходы	762	497
Собственные доходы	15 644	17 001
Безвозмездные перечисления	2 515	2 664
Всего доходов	18 158	19 665

Источник: Администрация Ярославской области, ОАО АКБ «РОСБАНК»

Диаграмма 1. Государственный долг в % к собственным доходам бюджета, 2003-1М2007г.



Источник: Администрация Ярославской области, ОАО АКБ «РОСБАНК»

Таблица 2. Сравнимые макропоказатели Ярославской области и РФ, 2006г. в % к 2005г.

	Ярославская область	Российская Федерация
Промышленное производство	5.6	3.9
Платные услуги населению	15.9	7.9
Реальные располагаемые денежные доходы населения	16.0	10.2
Оборот розничной торговли	18.7	13.0

Источник: Администрация Ярославской области, ОАО АКБ «РОСБАНК»



Оценка справедливой доходности

Номинальный объем эмиссии	3.5 млрд.руб. (1-й транш – 2.0 млрд.руб., 2-й транш – 1.5 млрд.руб.)
Срок обращения	3 года
Дата начала размещения	1-й транш – 3 апреля 2007 года 2-й транш – 3 июля 2007 года
Периодичность купонных платежей	Ежеквартально
Ставки купонов	Ставка по 1-ому купону устанавливается на конкурсе, ставки 2-3 купона равны 8.5%, 4-5 купонов – 8%, 6-7 купонов – 7.75%, 8-9 купонов – 7.5%, 10 купона – 7%, 11-12 купонов – 6.75%
Порядок погашения	Амортизация долга в дату выплаты седьмого купона – 10% от номинала, одиннадцатого купона – 30% от номинала, двенадцатого купона – 60% от номинала

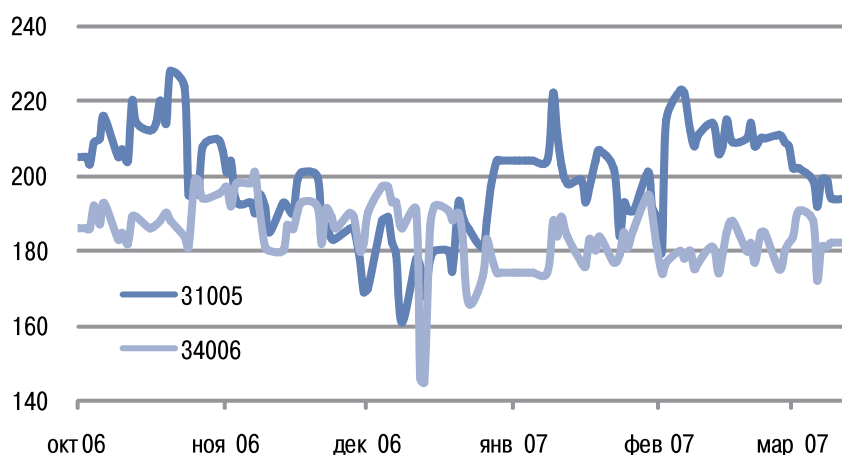
Оценку справедливой доходности при размещении нового выпуска облигаций Ярославской области на наш взгляд целесообразно проводить на основе сложившейся кривой доходности областных ценных бумаг. В настоящий момент на рынке обращаются четыре выпуска государственных облигаций Ярославской области.

Основные параметры обращающихся на рынке выпусков облигаций Ярославской области

Выпуск	Объем, млн.руб.	Дата погашения	Текущая ставка купона	Текущая доходность	Дюрация, лет	Доходность к погашению, %	Спрэд к ОФЗ, б.п.
25002	1 000	3 июл 07	12.78	12.56	0.31	7.25	171
31005	500	30 дек 08	7.75	7.77	1.70	7.94	194
31004	1 000	26 май 09	10.50	9.90	1.98	7.41	149
34006	2 000	19 апр 11	8.50	8.59	2.61	7.96	182

Спрэд торгуемых выпусков к кривой ОФЗ находится на уровне 170-200 б.п. Из последовательного ценообразования выбивается выпуск 31004, спрэд к ОФЗ которого в последние полгода находился на 50-100 б.п. ниже спреда выпусков 31005 и 34006. Данный факт объясняется высокой текущей доходностью данного выпуска, которая благодаря высоким купонным выплатам составляет 9.90%. Выпуск 25002 также имеет высокую текущую доходность, однако короткий срок до погашения является источником высокой волатильности как выпуска, так и краткосрочного участка кривой доходности ОФЗ, поэтому исторический спрэд данного выпуска мало информативен.

Динамика спредов облигационных выпусков 31005 и 34006 Ярославской области к кривой ОФЗ



Исходя из этого, при построении кривой доходности облигаций Ярославской области мы исключили из анализа выпуск облигаций 31004. Дюрация нового выпуска составит 2.5 года, что соответствует значению кривой доходности Ярославской области в 8.0%. Кроме того, срок до погашения и структура платежей нового выпуска максимально приближены к выпуску 34006, который должен служить первым приближением при оценке доходности нового выпуска (размещение двумя траншами, амортизируемый выпуск с уменьшающимися со временем купонными платежами, текущая доходность нового выпуска в первый купонный период около 9.0%).



Учитывая премию за первичное размещение, мы оцениваем уровень спреда к кривой доходности ОФЗ седьмого выпуска Ярославской области в 185-195 б.п.. При этом справедливая доходность к погашению предстоящего выпуска Ярославской области при размещении составляет 8.0-8.1% годовых, что соответствует ставке первого купона в диапазоне 8.22-9.17%.

Оценка уровня доходности седьмого выпуска облигаций Ярославской области

