

Основные характеристики выпуска

Эмитент	Мэрия г. Новосибирска
Объем выпуска	1.5 млрд. руб.
Дата размещения	22 декабря 2003 г.
Срок обращения	1.5 года
Дата погашения	21 июня 2005 г. (срок - 547 дней)
Купонный период	Квартал
Купонные ставки	Постоянные, 16% годовых
Тип размещения	Внебиржевое размещение

Краткая характеристика эмитента и политическая ситуация

Город Новосибирск – крупнейший промышленный, транспортный, культурный и научный центр Западной Сибири, третий в стране город по численности населения (1.43 млн. чел.).

Основными отраслями промышленности являются машиностроение, электроэнергетика, цветная металлургия, пищевая промышленность. На долю этих отраслей приходится 81% промышленного производства города.

За 2002 г. выпуск товаров и услуг в сопоставимых ценах увеличился на 3.3% и составил в стоимостном выражении 41.6 млрд. руб. По сравнению с 1998 г. объем выпускаемой продукции в Новосибирске вырос на 21.1%. Наиболее динамично развивалась отрасль цветной

металлургии (рост на 17.9%), полиграфическая (рост на 15.9%) и пищевая (рост на 11%).

В настоящее время мэром города Новосибирска является В. Городецкий, победивший на выборах в марте 2000 г. **В марте 2004 г. должны пройти очередные выборы мэра.** Ожидается, что действующий мэр будет принимать в них участие.

Главой администрации области сейчас является В. Толоконский, который вступил на этот пост в январе 2000 г. Ранее (с декабря 1993 г.) он занимал должность мэра Новосибирска. На выборах, прошедших 7 декабря 2003 г. (вместе с выборами депутатов Государственной Думы), действующий губернатор был переизбран на следующий срок.

Состояние бюджета

Новосибирск является самым крупным муниципалитетом в стране по размеру бюджета среди всех эмитентов рыночных займов, что при прочих равных условиях является сильным преимуществом (см. табл. 1). На нынешний год у города был исходно утвержден бездефицитный бюджет, однако более поздние уточнения привели к возникновению дефицита (в 6.1% расходов, что совпадает с показателем Красноярска). По формальным показателям степень финансовой

независимости Новосибирска является довольно низкой: доля трансфертов города находится на уровне 16.1% доходов, более чем вдвое превышая самый большой аналогичный показатель у других эмитентов. Новосибирск – единственный город из перечисленных эмитентов муниципальных облигаций, у которого помощь вышестоящих бюджетов оформляется как дотации (у всех остальных это либо субсидии, либо субвенции).

Относительно высокая зависимость Новосибирска от областных трансфертов

Табл. 1. Основные сравнительные характеристики бюджетов эмитентов муниципальных облигаций – плановые значения 2003 г.

Город	Всего доходов, млрд. руб.	Доля налогов	Доля трансфертов	Дефицит как доля расходов	Расходы на обслуж. долга, млрд. руб.	Обслуж. долга в расходах
Новосибирск	9.45	59.2%	16.1%	6.1%	0.530	5.3%
Красноярск	8.21	85.4%	6.0%	6.1%	0.237	2.7%
Н. Новгород	6.55	87.0%	2.9%	5.7%	0.260	3.7%
Волгоград	4.64	79.1%	8.0%	0.0%	0.047	0.9%
Уфа	3.47	76.6%	0.0%	10.2%	0.092	2.4%

Источник: расчеты Росбанка по соответствующим законам о бюджете

вызвана тем, что в Новосибирской области степень бюджетной централизации весьма высока, и для города по сравнению с другими эмитентами облигаций установлены менее благоприятные условия по распределению

Табл. 2. Доля муниципалитетов в региональных налогах

	На прибыль (часть субъекта)	На доходы физлиц
Новосибирск	22.7%	58.2%
Н. Новгород	38.0%	67.0%
Красноярск	87.0%	69.0%

Источник: законы о бюджетах соответствующих субъектов

регулирующих доходов (см. табл. 2).

В такой ситуации, на наш взгляд, для оценки реального кредитного качества важным становится не только фактическая, но и потенциальная обеспеченность Новосибирска собственными средствами. По собираемым на территории города налогам Новосибирск является мощным «донором»: его доля во всех налогах, собираемых на территории области, превышает

80%, в то время как в городской бюджет попадает менее 1/5 части от собранных на территории города налогов (см. табл. 3). Этот факт, с одной стороны, является отражением очень значительного перераспределения между бюджетами различных уровней в Новосибирской области, а с другой – увеличивает вероятность того, что в случае возникновения финансовых осложнений город сможет прибегнуть к помощи области, для которой он является основным источником формирования бюджета.

Существенной особенностью бюджета города является значительная роль неналоговых доходов (18% доходной части). В данном случае, на наш взгляд, с кредитной точки зрения это является не недостатком, а преимуществом. Внутри этой группы доходов арендная плата за землю и доходы от сдачи в аренду муниципального имущества занимают наиболее важное место – эти 2 пункта в сумме дают почти 1.3 млрд. руб., или, для сравнения, примерно 1/3 всего бюджета Уфы. Наличие имущественного комплекса, являющегося источником таких значительных доходов, является серьезным преимуществом и должно быть принято во внимание при оценке кредитного качества и оценке справедливой доходности.

Табл. 3. Налоговый потенциал Новосибирска и его использование

	1999	2000	2001	2002	2003
Доля города в собранных областью налогах	68.6%	78.4%	82.9%	81.6%	82.8%
Доля собранных в городе налогов, направленных в:					
федеральный бюджет	34.7%	43.9%	58.2%	56.4%	60.1%
областной бюджет	31.6%	28.1%	24.6%	25.2%	22.8%
городской бюджет	33.7%	28.0%	17.1%	18.4%	17.1%

1999-2002 г.: по фактическому исполнению, 2003 – факт за 1 полугодие.

Источник: Администрация Новосибирска по данным УМНС по Новосибирской обл.

Дефицит и долг

Оперативные данные об исполнении бюджета показывают, что пока городу не удается выйти на бездефицитный бюджет, как планировалось в начале года – по итогам первых 3 кварталов года дефицит составлял 1.28 млрд. руб. (табл. 4). Он был профинансирован в первую очередь за счет увеличения задолженности по кредитным соглашениям (более 1.1 млрд. руб.) и бюджетным ссудам (215 млн. руб.). Однако при замене кредитов размещаемым займом город вполне в состоянии добиться снижения задолженности по кредитам на 1.5 млрд. руб. в

соответствии с тем, как это запланировано в списке источников финансирования по закону о бюджете.

На текущий момент абсолютный размер государственного долга Новосибирска составляет 3077 млн. руб., что составляет 32.6% всех доходов городского бюджета. Такой **значительный долг, являющийся самым большим относительно размера бюджета среди всех эмитентов** (табл. 5), объясняется «наследием» дефицитного исполнения бюджетов за прошлые годы. Вместе с тем необходимо отметить, что **город ни разу не**

Табл. 4. Плановое и фактическое финансирование дефицита 2003 г.

млн. руб.	План 2003 г.	Факт 9 мес.
Ценные бумаги	1470.0	-45.9
Кредиты	-1506.0	1022.1
Продажа имущества	648.0	98.0
Бюджетные ссуды	-	215.2
Изменение остатков	-	-13.6
Итого	612.0	1275.7

Источник: Мэрия Новосибирска

Табл. 5. Долг эмитентов муниципальных облигаций

	Долг	Доля в доходах
Новосибирск	3.08	32.6%
Уфа	0.42	12.2%
Красноярск	1.36	16.6%
Н. Новгород	1.41	21.6%
Волгоград	0.34	7.4%

Долг – млрд. руб. по последней подтвержденной информации, доля в доходах – по законам о бюджетах. Источник: расчеты Росбанка

допустил просрочки в платежах по обслуживанию долга.

В структуре долга наиболее значительную долю занимает собственный долг – кредиты (2.4 млрд. руб.) и бюджетные ссуды (214 млн. руб.). Городская администрация занимает довольно осторожную позицию в отношении бюджетных

ссуд – указанные 214 млн. руб. отражают сравнительно «новый» долг, сформированный только во 2 половине этого года. Таким образом, **зависимость города от межбюджетных ссуд не является «хронической».**

Кредитные рейтинги Новосибирску не присвоены.

Публичная долговая история

При анализе долговой истории эмитента необходимо четко разделять предыдущие облигационные выпуски самого города Новосибирска и Новосибирской области. Областные займы были представлены КОДО (краткосрочные областные долговые обязательства) и ОДО (областные долговые облигации), городские – Облигациями муниципального займа (ОМЗ).

Решение о выпуске ОМЗ были приняты в конце 1997 г., проспект эмиссии зарегистрирован в Минфине 20 января 1998 г. (МФ51-3-00437),

облигации размещались в первой половине 1998 г. При этом предполагался выпуск 2 типов бумаг: бескупонных (собственно ОМЗ) и купонных (ОМЗ-ПК, с переменным купоном). Объем выпуска (по всем траншам) ограничивался 140 млн. руб. по ОМЗ и 60 млн. руб. по ОМЗ-ПК, номинал всех облигаций – 100 руб. (все цифры - с учетом деноминации). Размещение облигаций проходило через аукционы на Сибирской межбанковской валютной бирже (СМВБ), реально были размещены только дисконтные ОМЗ следующих траншей:

Табл. 6. Размещенные выпуски ОМЗ г. Новосибирска 1998 г.

Депозитарный код (НДЦ)	Торговый код (СМВБ)	Дата начала размещения	Дата погашения	Объем транша, млн. руб.	Текущий статус
B-MGNM/02-01	31001MGNM	28-апр-98	27-апр-99	5.00	Погашен
B-MGNM/02-02	31002MGNM	5-май-98	4-май-99	5.00	Погашен
B-MGNM/02-03	31003MGNM	13-май-98	12-май-99	5.00	Погашен
B-MGNM/02-05	31005MGNM	23-июл-98	22-июл-99	5.00	Погашен

Все показатели – с учетом деноминации 1998 г. Аукцион по 4 траншу 28-05-1998 не состоялся. Совокупное фактическое размещение – 17.64 млн. руб. по номиналу. Источники: СМВБ, НДЦ, Сибирское региональное отделение ФКЦБ.

Облигации города не были погашены вовремя, их погашение проходило начиная со 2 квартала 1999 г. К началу 2000 г. было погашено 23% размещенных бумаг, в 2000 г. – 12%, в 2001 г. – 5%. Полностью погашение ОМЗ было завершено в июле 2003 г. Главной причиной медленного погашения являлось не отсутствие желания или возможности со стороны города, а специфика ситуации, в которой оказались крупнейшие держатели бумаг. Наибольший пакет (по данным городской администрации, на 10.69 млн. руб.) был сконцентрирован у Инкомбанка,

банкротство которого после кризиса 1998 г. мешало проведению расчетов. **В отличие от Новосибирской области, город проводил погашение облигаций более систематично¹, и к нему (опять же, в отличие от области) не было подано ни одного судебного иска.**

¹ Новосибирская область сначала реструктурировала долг (24 февраля 1999 г.), затем повторно допустила дефолт, и по ряду судебных исков арбитражные суды выносили решение о взыскании средств в пользу инвесторов.

Город и область: какой должна быть связь между доходностями?

На рынке уже обращаются облигации Новосибирской области, выпущенные 12 августа 2003 г. Срок их обращения – 3 года, постоянный квартальный купон зафиксирован на аукционе в размере 13.5%, что соответствовало доходности к погашению при размещении на уровне 14.2%. На аукционе было размещено 63% выпуска из объема эмиссии 1.5 млрд. руб., остаток был полностью доразмещен в режиме переговорных сделок (к 29 августа, окончанию периода размещения). Учитывая тесную связь между финансовым положением города и области, возникает вопрос о том, какой должна быть доходность городских облигаций по отношению к облигациям области?

На российском рынке примеров «одновременных» выпусков региональных и муниципальных бумаг одного и того же субъекта

Федерации пока было очень не много. Для более или менее корректного сравнения можно привести только уже погашенную пару Башкирия-2 – Уфа-1 и обращающиеся на СПбБ Волгоград (RU24008VGG) и Волгоградскую область (RU25001VLO).

Мы полагаем, что **при прочих равных условиях субфедеральные облигации должны торговаться по более низким доходностям, чем выпуски входящих в их состав муниципалитетов.** С этой точки зрения ситуация, характерная для Башкирии и Уфы (рис. 1) представляется более обоснованной, чем соотношение доходностей Волгограда и области (рис. 2).

Главная причина, по которой кредитное качество субъектов при прочих равных условиях

Рис. 1. Республика Башкирия и Уфа

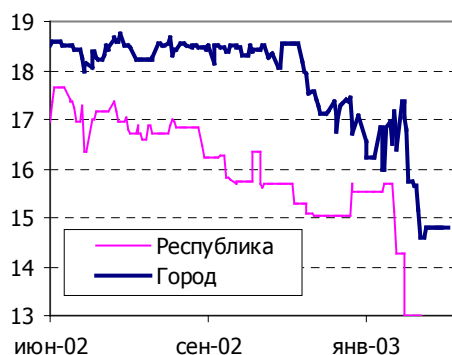
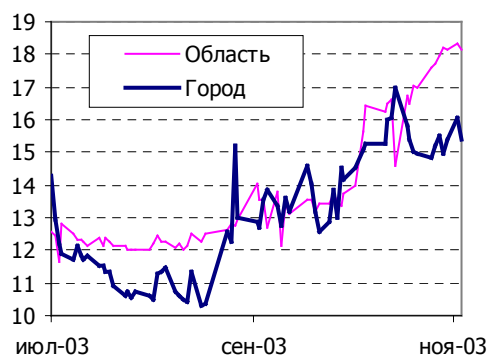


Рис. 2. Волгоградская обл. и Волгоград



Источник: ММВБ (доходности по средневзвешенным ценам), расчеты Росбанка по статистике СПВБ (по средней между первой, максимальной, минимальной и последней ценами). Эффективные доходности к погашению в % годовых.

следует оценивать как более высокое, заключается в том, что нынешняя система межбюджетных отношений характеризуется гораздо большей определенностью и наличием гораздо больших гарантий будущей доходной базы в отношении регионов, чем муниципалитетов. Хотя во многих субъектах нормативы распределения региональных налогов (или региональной части федеральных налогов) зафиксированы на более или менее постоянной основе, фактически именно субъектам принадлежат наиболее широкие полномочия и возможности по перераспределению бюджетных средств в регионах, и именно в руках субъектов сконцентрированы наиболее серьезные источники доходов. Соответственно облигации городов при прочих равных условиях должны торговаться с более высокой доходностью, чем облигации регионов.

В то же время **различия в кредитном качестве могут существенно изменить эту зависимость**. Если сопоставить финансовое положение города и области, по доле расходов на обслуживание долга город будет несколько «проигрывать» области (табл. 7). Однако положение города является более уверенным с точки зрения рисков рефинансирования. Как показано в табл. 8, с начала года область выплатила 23 млрд. руб. кредитов и привлекла 25 млрд. руб. через новые кредитные соглашения. Эти показатели в полтора раза превышают объем годового бюджета по доходам. Поскольку при размещении облигаций области данный аспект областной долговой политики не был публично прокомментирован, мы склонны оценивать его негативно. В то же время **городская политика управления долгом отличается от областной гораздо меньшей зависимостью от рефинансирования кредитов и с этой точки зрения является существенно менее рискованной, что мы оцениваем как очень серьезное преимущество**.

Кроме того, необходимо помнить о специфике, связанной с размещением 1 выпуска облигаций Новосибирской области. На наш взгляд, есть веские причины говорить о том, что при размещении выпуск был переоценен (об этом

Табл. 7. Область и город: относительное положение (по бюджетам)

	Область	Город
Всего доходов, млрд. руб.	15.83	9.45
Доля налогов	60.5%	59.2%
Доля трансфертов	33.0%	16.1%
Дефицит как доля расходов	-0.6%	6.1%
Расходы по долгу, млрд. руб.	0.36	0.53
Доля расходов по долгу	2.3%	5.3%
Долг, млрд. руб.	5.01	3.08
Долг как доля доходов	31.7%	32.6%

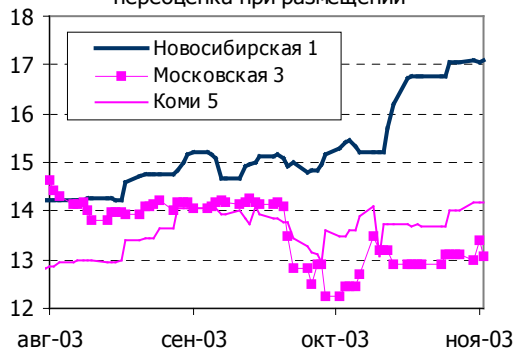
Источник: соответствующие бюджеты 2003 г.

Табл. 8. Область и город: риски рефинансирования (по исполнению)

Кредиты	Область	Город
Получение, млрд. руб.	25.0	5.3
Погашение, млрд. руб.	23.0	4.4
Получение к доходам	1.58	0.56
Погашение к доходам	1.46	0.46
Чистое привлечение	0.13	0.10
долга к доходам		

Только кредитные соглашения и договоры. Область – по отчету за 9 месяцев, город – за 10 месяцев. Доходы – за целый год по законам о бюджете. Источник: Минфин РФ, Мэрия Новосибирска, соответствующие бюджеты, расчеты Росбанка

Рис. 3. Новосибирская область - переоценка при размещении



Средневзвешенные доходности к погашению по вторичному рынку. Источник: ММВБ

говорит значительное увеличение его доходности по сравнению с другими инструментами на вторичных торгах, см. рис. 3). Такая переоценка не позволила добиться широкого распределения выпуска, и, судя по косвенным признакам, он оказался (и пока остается) сконцентрированным в руках небольшого количества крупных инвесторов. Переоценка на первичном рынке оборачивается недооценкой на вторичных торгах, поскольку инвесторы требуют дополнительную премию за относительно низкую ликвидность. Поэтому ценообразование по облигациям Новосибирской области, с одной стороны, не является в достаточной степени рыночным, и с другой стороны существует вероятность недооценки этого выпуска, в связи с чем его можно использовать только как дополнительный ориентир.

Учитывая наиболее слабое относительное финансовое положение Новосибирска по сравнению с другими эмитентами муниципальных

займов, **нижним пределом справедливой доходности для Новосибирска можно считать доходности по Красноярску, Уфе и Волгограду** (находящиеся в диапазоне от 14% до 15% годовых). В то же время принимая во внимание кредитные преимущества города Новосибирска перед областью и его более позитивную долговую историю, доходность областных облигаций можно использовать как верхний ориентир для размещаемого городского выпуска (учитывая разницу в сроках погашения городских и областных облигаций, которые почти на год «длиннее»). Мы исходим из того, что в указанном диапазоне город облигации города должны располагаться «ближе» к верхней границе, определяемой доходностью областных бумаг. Поэтому наша **оценка справедливой доходности по предстоящему выпуску облигаций города Новосибирска находится в районе 16.5% годовых.**

20 ноября 2003 г. (с уточнениями 9 декабря 2003 г.)

Контактная информация

Адрес 107078, Москва,
ул. Маши Порываевой, д. 11
<http://www.rosbank.ru>

Конъюнктурно-аналитическое управление

Телефон (+7 095) 725-5754
Факс (+7 095) 725-5754
E-mail research@rosbank.ru

Макроэкономика	Владимир Пантюшин
Фондовый рынок	Стоянов Андрей, Супрунов Павел
Долговой рынок	Гришин Петр
Денежно-валютный рынок	Супрунов Павел, Бобовников Андрей

Департамент инвестиционно-банковских услуг

Телефон (+7 095) 234-0947
Факс (+7 095) 721-9550

Директор Департамента Управление рынков капитала	Порхун Алексей	(+7 095) 234-0947
	Афонский Михаил	(+7 095) 204-9427
	Барков Дмитрий	(+7 095) 725-5477
	Борзунова Дарья	(+7 095) 232-9807
	Воробьева Елена	(+7 095) 208-9038
	Головчанова Ирина	(+7 095) 232-9831
Инициирование и синдикация	Кизилова Вера	(+7 095) 232-9807
	Якимова Виктория	(+7 095) 725-5494
	Королев Роман	(+7 095) 234-9082
	Морозов Дмитрий	(+7 095) 725-5477

Департамент Казначейских операций

Телефон (+7 095) 232-9828
Факс (+7 095) 725-2405

Управление операций на фондовом рынке

Телефон (+7 095) 725-5747

Торговые операции	Черняков Станислав
	Демин Михаил
	Рожков Алексей

Управление по работе с долговыми инструментами

Начальник Управления Внешний долг	Ферафонов Александр
	Сытников Дмитрий
	Шошин Роман
Внутренний долг	Королев Василий
	Соловьев Александр
Вексельный долг	Зайцев Дмитрий

Клиентские операции

Телефон (+7 095) 725-5713
(+7 095) 234-0986
E-mail sales@broker.rosbank.ru

Внутренний долг/ Внешний Долг	Аграчев Филипп
	Енуков Дмитрий
	Макова Елена