

# Красноярский край: размещение 2 выпуска облигаций

Государственный регистрационный номер: RU25002KNAO  
Дата начала размещения: 20 октября 2004 г.  
Срок обращения: 2 года  
Объем выпуска: 1.5 млрд. руб.

Купонный период: квартал  
Купонная ставка: постоянная, определяется на аукционе  
Цена размещения: 100% номинала  
Статус Росбанка: организатор, андеррайтер, платежный агент

## Общая характеристика региона

Красноярский край входит в состав Сибирского федерального округа, он расположен в Восточной Сибири в бассейне Енисея. Площадь края составляет 2339.7 тыс. кв. км, или 13.7% территории России. Край граничит с Республиками Хакассия, Тыва и Саха (Якутия), Алтайским краем, Кемеровской, Томской, Тюменской, Иркутской областями. Численность населения – 2997 тыс. чел. Столица – город Красноярск, где проживает 912.1 тыс. чел. Городское население в крае составляет 73.9%.

Одной из особенностей края является сложная политическая структура – в его состав в качестве отдельных субъектов входят Таймырский (Долгано-Ненецкий) и Эвенкийский автономные округа. Мы напоминаем инвесторам, что по действующему законодательству бюджеты «дочерних» регионов не

консолидируются, в связи с чем сохраняется ситуация, при которой сам край является мощным донором федерального бюджета, а округа получают значительные объемы федеральной финансовой помощи. Мы также особенно подчеркиваем, что в отличие от ситуации в некоторых других регионах-эмитентах облигаций, в Красноярском крае новое распределение полномочий со следующего года не приведет к существенному перераспределению финансовых потоков (прил. 1).

Пост Губернатора Красноярского края занимает А. Г. Хлопонин. В январе 2001 г. он был избран губернатором Таймыра до января 2006 г., однако в сентябре 2002 г. оставил этот пост, победив на досрочных краевых выборах. Следующие выборы губернатора должны пройти осенью 2007 г.

## Экономика региона и крупнейшие налогоплательщики

По наличию полезных ископаемых Красноярский край занимает одно из ведущих мест в стране. Здесь сосредоточено около 10% ресурсов углеводородного сырья, что ставит край на 2 место (после Тюменской области) по значимости в перспективном развитии нефтедобычи и разведке газа. В крае расположено более 60% ресурсов угля, основные запасы меди, никеля, свинца, платиноидов, значительные запасы золота, графита, магнетита, титана, марганцевых руд, бокситов и других полезных ископаемых. Край также обладает крупнейшими в стране запасами лесных ресурсов (15.2% общероссийских запасов древесины).

Такая богатая обеспеченность природными ресурсами определяет структуру экономики края. Доля промышленности в валовом региональном продукте края составляет 62%, а собственно в промышленном производстве ведущую роль играет цветная металлургия. На протяжении последних лет она обеспечивает порядка 70% всего выпуска промышленности. Показатель объема производства промышленной продукции на душу населения в крае значительно превышает как общероссийский (за 2003

г. – 75.7 тыс. руб. против 59.4 соответственно), так и по всем остальным субъектам Сибирского федерального округа.

В крае сформировались два территориально удаленных друг от друга основных экономических района, различных по своей ориентации. Первым и главным (по населению) является Красноярский экономический район, располагающийся в 300–километровой зоне города Красноярска, второй район образуют предприятия Норильска.

Табл. 1. Структура промышленного производства  
Отрасли 1990 2000 2002 2003 1Н2004

Отрасли	1990	2000	2002	2003	1Н2004
Цветная металлургия	38%	79%	68%	68%	71%
ТЭК	8%	7%	13%	12%	11%
Машиностроение	14%	4%	6%	7%	8%
Лесная	12%	3%	4%	4%	3%
Пищевая	9%	3%	4%	4%	4%
Другие	19%	4%	5%	5%	4%

Источник: Главное управление развития экономики и планирования администрации Красноярского края, расчеты Росбанка

## Приложение 1: Отношения между краем и округами

Норильский промышленный район – одна из основ благосостояния края – географически относится к Таймыру, однако политически и экономически является территорией краевого подчинения. Поэтому перераспределение полномочий между округами и краем не вызовет таких значительных изменений, как, например, в Тюменской области. Юридическая подчиненность Норильска напрямую Красноярскому краю, минуя Таймыр, была установлена еще в советский период (Указ Президиума ВС РСФСР от 15-07-1953) и неоднократно прямо и косвенно подтверждалась позднее, в т.ч. в действующем Уставе Красноярского края или в договоре о разграничении полномочий между РФ, краем и округами (от 1-11-1997).

Хотя при губернаторе А. Лебеде отношения между краем и Таймыром были непростыми, в настоящее время между краевой и окружными администрациями установлены хорошие рабочие связи. Более года функционирует совет губернаторов. Руководители округов поддерживают идею объединения края, которая одобрена Президентом В. Путиным и активно развивается губернатором А. Хлопониним. Референдум об объединении предполагается провести 17 апреля 2005 г. (дата должна быть утверждена парламентами всех трех субъектов). Однако конкретные очертания этого процесса и его финансовые условия пока не определены. Тем не менее, вероятность того, что процесс будет завершен при нынешнем составе руководства (табл. 1), довольно высока. В настоящем обзоре мы не затрагиваем эту тему, полагая, что при принятии решений об объединении позиция федерального центра будет достаточно конструктивной, что позволит краю получить адекватную компенсацию возможных финансовых потерь.

Табл. 2. Сроки действия полномочий действующих руководителей

Регион	Глава	Окончание полномочий
Красноярский край	Хлопонин А.Г.	17-окт-2007
Таймыр	Бударгин О.М.	17-фев-2008
Эвенкия	Золотарев Б.Н.	21-апр-2006

Источник: Росбанк

Основные отрасли специализации края представлены следующими сочетаниями производств: добыча полиметаллического сырья и производство цветных и драгоценных металлов (Норильск и Красноярск); добыча угля и выработка электроэнергии на ГРЭС (Шарыпово, Назарово и Красноярск); локальная база газового и электроснабжения Норильского промышленного района; лесопромышленные комплексы на местном сырье (города Лесосибирск, Кодинск, Красноярск); энергометаллургический комплекс в составе КраЗа, АГК и Красноярской ГЭС (Красноярск, Ачинск, Дивногорск).

Список наиболее крупных налогоплательщиков региона включает компании из таких отраслей, как:

- Цветная металлургия: ГМК «Норильский никель», ОАО «Ачинский глиноземный комбинат», ОАО «КраЗ»;
- Энергетика: ОАО «Красноярская ГЭС», ОАО «Красэнерго», ОАО «Березовская ГРЭС 1»;
- Угольная промышленность: ОАО «Разрез Бородинский», ОАО «Разрез Березовский», ОАО «Разрез Назаровский», Березовский и Назаровский филиалы ОАО «СУЭК»;
- Золотодобыча: ЗАО ЗК «Полюс»;

- Транспорт: филиал КЖД ОАО «Российские железные дороги», ОАО «Красноярские авиалинии», ОАО «Енисейское речное пароходство»;
- Машиностроение: Красноярский завод холодильников «Бирюса», ОАО «Дивногорский завод низковольтной аппаратуры»;
- Пищевая промышленность: ОАО «Пикра», ОАО «Ярич».

Несмотря на большую роль предприятий «Норильского Никеля» в формировании бюджета края, доля всех перечисленных компаний в налоговых доходах консолидированного бюджета является вполне приемлемой: за 2001 г. – 61.1%, за 2002 г. – 43.9%, за 2003 г. – 50.9%, по данным с начала текущего года по июнь включительно – всего 50.2%. С этой точки зрения зависимость бюджета региона от крупнейших предприятий, находящихся на его территории, является менее значительной, чем для других регионов с богатой ресурсной базой, в первую очередь нефтяных.

На протяжении последних четырех лет экономическая ситуация в крае как и в целом по России развивалась благоприятно. Динамика

Табл. 3. Основные макроэкономические показатели края (2000-2003)

	2000	2001	2002	2003
Валовой региональный продукт (рост)	5.1%	6.3%	4.0%	6.6%
Инфляция (темпы)	21.1%	24.3%	16.8%	18.4%
Продукция промышленности (рост)	5.7%	9.1%	6.6%	6.5%
Продукция сельского хозяйства (рост)	3.3%	0.5%	0.1%	2.4%
Инвестиции в основной капитал (рост)	43.7%	11.6%	-6.4%	4.1%
Реальные располагаемые денежные доходы населения (рост)	11.4%	2.0%	0.5%	3.5%
Оборот розничной торговли (рост)	11.3%	7.9%	4.3%	6.2%
Объем платных услуг населению (рост)	-11.1%	-4.6%	4.1%	3.0%

Источник: Главное управление развития экономики и планирования администрации Красноярского края, расчеты Росбанка

основных макроэкономических показателей края приведена в табл. 3.

В первом полугодии 2004 г. также можно отметить положительные изменения в ряде отраслей промышленности края (индекс физического объема в химической промышленности составил 109.1%, в машиностроении и металлообработке – 132.3%, в промышленности строительных материалов – 106.3%, в топливной промышленности - 102% к аналогичному периоду предыдущего года). Сводный индекс физического объема всех отраслей без учета цветной металлургии по итогам 6 месяцев года оценивается на уровне 103.1%.

Однако по цветной металлургии низкое значение индекса физического объема производства

за первые три месяца года (93.1%; 92.6%; 99.4% к соответствующим месяцам 2003 г.) в сочетании с высоким удельным весом отрасли (71% в объемах производства края) нивелировали положительную динамику роста других отраслей промышленности, что повлекло снижение общего индекса объема производства промышленной продукции по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года на 0.3%. Тем не менее, эта ситуация вызвана не сокращением реального объема производства в цветной металлургии, а всего лишь особенностями статистического учета - переводом незавершенного в 2002 г. объема производства никеля на счет 1 квартала 2004 г.

### Состояние бюджета края

Красноярский край относится к регионам с крупными бюджетами, занимая 6 место по доходам (за 8 месяцев) среди всех эмитентов без учета Москвы и Петербурга. За 2003 г. доходы достигли почти 21 млрд. руб., при этом более 3/4 всех доходов было обеспечено налоговыми поступлениями. Мы еще раз подчеркиваем, что Красноярский край является донором для Федерации – он не получает трансфертов из федерального фонда финансовой поддержки регионов. По фактическому исполнению бюджета за январь-август этого года общая сумма доходов превысила 19.2 млрд. руб., планируемый объем доходов за весь год – 29.0 млрд. руб.

На протяжении последних трех лет краевой бюджет исполнялся с дефицитом, достигшим в прошлом году 2.6 млрд. руб., и увеличение накопленного дефицита хорошо прослеживается по динамике государственного долга (см. ниже). Однако в текущем году мы отмечаем улучшение финансового положения края – и собственно региональный, и консолидированный бюджет выполняются с профицитом. Край «вышел» на профицит с начала 2 квартала 2004 г., и с этого момента профицитная ситуация сохраняется.

Сильное положение краевого бюджета в нынешнем году связано, на наш взгляд, с резким ростом налоговых поступлений по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Стоит

Табл. 4. Фактическое исполнение краевого бюджета

	2001	2002	2003	1-сен-04
Первичный бюджет (млрд. руб.)				
Доходы	12.83	18.19	20.98	19.26
в т.ч. налоговые	9.05	11.40	15.97	17.06
доля налоговых	71%	63%	76%	87%
Расходы	14.10	19.94	23.62	18.94
Профицит	-1.28	-1.76	-2.64	0.32
Заемные источники финансирования (млн. руб.)				
Ссуды	71.39	1037.41	-288.48	-148.73
Кредиты	1048.00	852.00	1194.80	528.20
Ценные бумаги	-0.10	-0.50	1500.00	0.00
Незаемные источники финансирования (млн. руб.)				
Приватизация	92.68	17.31	82.91	39.18
Измен. кассовых остатков	79.79	-149.00	154.59	-739.63

Данные за 2001-2003 гг. – по годовым отчетам, за январь-август 2004 г. – по соответствующему месячному отчету. Доходы – с учетом целевых бюджетных фондов. Ссуды – все виды межбюджетной задолженности, включая ссуды и кредиты. В незаемных источниках финансирования показаны только наиболее значимые. Источник: ГФУ Администрации края. Примечание: расхождение по данным на 1-09-2004 о налоговых доходах по отчетности ГФУ Администрации края и Минфина РФ связано с постепенным введением новой бюджетной классификации. По новой классификации плата за выбросы в сумме 327 млн. руб. отражается в составе неналоговых доходов (именно так указано в данных Минфина), в то время как по действующему Закону о краевом бюджете она продолжает учитываться как налоговые доходы. Краевой законопроект относительно приведения бюджета в соответствие с новой классификацией внесен в Законодательное собрание, его рассмотрение ожидается в первой половине октября.

Табл. 5. Исполнение региональных бюджетов по доходам за январь-август, млрд. руб. (только крупные регионы)

Регионы (упорядочены по доходам)	Налоговые (всего)			На прибыль			НДФЛ			Акцизы			Доходы (всего)		
	2003	2004	Рост	2003	2004	Рост	2003	2004	Рост	2003	2004	Рост	2003	2004	Рост
ХМАО	34.3	50.5	47%	9.1	21.1	131%	5.1	5.8	13%	0.4	1.3	205%	40.2	52.5	31%
Московская	20.6	28.9	40%	15.1	19.6	30%	9.8	10.9	11%	1.6	3.9	137%	29.4	37.8	29%
Саха (Якутия)	6.1	7.9	30%	3.3	4.5	36%	0.9	1.7	78%	0.2	0.3	41%	21.5	23.0	7%
ЯНАО	16.3	17.6	8%	5.6	7.7	37%	0.4	1.4	238%	0.2	0.2	-6%	19.5	21.1	8%
Краснодарский	8.5	12.2	44%	4.8	7.4	53%	2.8	5.0	78%	0.6	1.8	192%	15.2	20.3	33%
Красноярский	10.1	16.7	66%	5.7	11.8	108%	2.7	4.9	82%	0.6	1.5	150%	12.4	19.3	55%
Башкортостан	17.3	13.1	-24%	9.2	7.6	-17%	2.2	2.8	26%	4.5	2.8	-38%	23.5	18.9	-19%
Самарская	10.1	14.2	42%	5.5	10.1	83%	2.6	3.3	25%	0.6	1.2	103%	11.7	16.3	39%
Хабаровский	5.2	7.4	42%	3.8	5.5	46%	2.1	2.6	22%	0.4	0.7	67%	11.2	12.9	15%
Новосибирская	5.9	7.3	25%	3.5	4.4	25%	2.0	2.4	18%	0.7	1.1	52%	9.9	10.9	10%
Коми	5.5	10.0	83%	3.1	7.3	135%	1.7	3.8	124%	0.3	0.6	62%	6.1	10.8	77%
Иркутская	6.7	7.9	19%	3.3	5.1	53%	1.9	2.7	38%	1.0	1.0	4%	9.4	10.7	14%

Только регионы с объемом доходов за 8 месяцев выше 10 млрд. руб. Источник: Минфин РФ, расчеты Росбанка

особенно подчеркнуть, что по темпам роста доходной части бюджета в нынешнем году Красноярский край по многим позициям опережает многих других эмитентов (табл. 5).

Структура налоговых доходов края является, на наш взгляд, более благоприятной, чем по другим регионам с высокой обеспеченностью природными ресурсами. Доля платежей за пользование природными ресурсами составляет в доходах края всего 10%, а внутри этих 10% налог на добычу полезных ископаемых (НДПИ) занимает немногим более трети. Поэтому даже если будет выделен «особый» НДПИ по металлам никелевой группы или золоту с полной централизацией в федеральный бюджет, край пострадает не так сильно, как нефтяные регионы. Поэтому край более устойчив к риску перераспределения НДПИ, чем нефтяные регионы. С другой стороны, в отличие от нефтяного и газового НДПИ поступления налога на добычу металлов никелевой группы и золота зависят от рыночной цены этих ископаемых (соответствующий

НДПИ является адвалорным), в то время как по нефти и газу НДПИ зависит только от объемов добычи (определяется как специфический налог). С этой точки зрения у края доходы от НДПИ более подвержены рыночному риску, который, однако, компенсируется небольшой долей этих поступлений в общих доходах.

Среди остальных природных платежей главную роль играют водный налог и плата за выбросы и сбросы вредных веществ. Со следующего года все доходы от водного налога централизуются в федеральном бюджете, в связи с чем край лишится порядка 600 млн. руб. Однако мы напоминаем инвесторам, что и расходные обязательства по содержанию гидротехнических объектов передаются на федеральный уровень, так что влияние этих изменений на край будет умеренным. Чуть более подробно предстоящую бюджетную реформу мы обсуждаем в прил. 2.

## Приложение 2: Бюджетная реформа 2005 г.

Со следующего года региональные бюджеты будут функционировать в новых условиях, что связано со вступлением в силу пакета федеральных законов, перераспределяющих ответственность в отношении широкого круга вопросов между различными уровнями власти (№95-ФЗ от 4-07-03, №131-ФЗ от 6-10-03, №120-ФЗ от 20-08-04 и №122-ФЗ от 22-08-04). Наиболее значительные изменения коснутся отношений «край-округа», «край-муниципалитеты» и финансирования ряда льгот.

1. Федеральное законодательство передает в ведение края реализацию большинства расходных полномочий на территориях округов, но предусматривает возможность делегировать эти полномочия самим округам. Соответствующие соглашения между краем, Таймыром и Эвенкией были подписаны 29 сентября. Согласно этим договоренностям расходные полномочия на территориях округов будут по-прежнему осуществлять окружные администрации. Все доходные источники окружных бюджетов будут отражаться в консолидированном бюджете края и только затем передаваться округам в виде субвенций.
2. На краевой уровень с местного будет передано финансирование целого ряда полномочий. В этой связи Администрация предполагает осуществить централизацию налога на имущество организаций, налога, взимаемого в связи с применением упрощенной системы, налога с имущества, переходящего в порядке наследования и дарения, а также налога на игорный бизнес (мы также напоминаем инвесторам, что в следующем году краевой бюджет получит на 0.5% ставки больше налога на прибыль). Снижение ставок ЕСН позволит сформировать экономию в местных бюджетах (за счет меньших начислений на оплату труда), но в то же время возникнет дефицит средств в бюджете фонда ОМС, который, в свою очередь, должен быть покрыт за счет средств края путем увеличения платежей за неработающее население. В данной ситуации предполагается на сумму экономии местных бюджетах по уплате единого социального налога уменьшить объем финансовой помощи и снизить нормативы отчислений по регулирующим доходам.
3. По «региональным» льготам социальные гарантии отдельным категориям граждан со следующего года должны быть установлены законами субъектов РФ. В настоящее время в Красноярском крае в рамках специально созданной рабочей группы проходит согласование более двадцати соответствующих законопроектов. Определение объема средств, необходимых для предоставления социальных выплат, гарантий и компенсаций, на данный момент еще не завершено.

## Долговая нагрузка

По состоянию на 1 сентября 2004 г. совокупный государственный долг Красноярского края составляет 8 453.9 млн. руб. Мы подчеркиваем, что в этом году долг края растет существенно медленнее, чем по многим другим эмитентам, представленным на рынке.

Структура долга приведена в табл. 6. В ней наибольшую долю занимают кредиты коммерческих

банков – 43% задолженности. Количество банков, перед которыми у края на сегодняшний день имеется задолженность, невелико по сравнению со многими другими эмитентами: это всего 6 кредитных организаций. Поэтому у многих потенциальных инвесторов лимиты риска на данного заемщика остаются незанятыми, что может положительно

Табл. 6. Динамика государственного долга Красноярского края (млн. руб.)

	1-январь-01	1-январь-02	1-январь-03	1-январь-04	1-сентября-04	Доля
Банковские кредиты	0	1 048	1 900	3 095	3 623	43%
Бюджетные ссуды	1 829	1 738	2 772	2 091	1 964	23%
Ценные бумаги	1	1	0	1 500	1 500	18%
Гарантии	793	426	2 049	1 575	1 367	16%
Всего	2 623	3 213	6 721	8 261	8 454	100%

Бюджетные ссуды – все виды задолженности перед бюджетами других уровней.  
Источник: Главное финансовое управление, расчеты Росбанка

сказаться на широте круга участников в предстоящем займе.

Мы оцениваем политику края по управлению долгом как довольно гибкую. Значительный рост доходов позволил Администрации уже 15 раз с начала года по своей инициативе досрочно погашать кредиты банков (опережение графика составляло от 4 до 169 дней). При этом практически все досрочные выплаты осуществлялись за счет собственных средств, а экономия процентных расходов составила около 25 млн. руб.

Агрегированный платежный график по банковским кредитам и обращающимся облигациям приведен в Инвестиционном меморандуме выпуска. На нем прослеживаются только один пик – в декабре 2005 г. в связи с погашением первого облигационного выпуска, остальные сегменты графика являются довольно равномерными. Администрация края планирует около 60% размещаемого выпуска направить на рефинансирование долга и дальнейшее улучшение его структуры. В этой связи в обозримой перспективе возникновение каких-либо проблем с рефинансированием краевого долга мы считаем крайне маловероятным.

В части межбюджетной задолженности мы вновь обращаем внимание инвесторов на важность детального анализа каждого типа долга. В случае Красноярского края этот компонент задолженности распадается на следующие элементы. Ссуды получены краем от федерального Минфина (остаток – чуть менее 990 млн. руб.) и от бюджета г. Норильска (чуть менее 195 млн. руб.). Оба вида ссуд для края не влекут расходов по обслуживанию (являются беспроцентными), оба должны быть погашены до конца текущего финансового года. Однако ссуда федерального Минфина может быть пролонгирована на 2005 г., и краевая Администрация считает такой сценарий вполне вероятным (проект федерального бюджета на 2005 г. разрешает такую пролонгацию до 1 октября 2005 г. согласно ст. 51). Вся остальная межбюджетная задолженность реструктурирована со сроками погашения со следующего года до 2010-2011 гг. Эта задолженность включает в себя централизованные кредиты на «северный завоз» и АПК (1992-1994 гг.) на сумму 616.5 млн. руб., а также переформлированная в краевой долг перед федеральным бюджетом задолженность ряда предприятий края (164.1 млн. руб.). По первой группе обязательств в долговой книге края учитывается только основной долг, поскольку начисленные проценты и штрафы уже списаны (на основании законов о федеральном бюджете), и эта задолженность является для края бесплатной.

Администрация края не ожидает реальных кассовых оттоков ни по одной из предоставленных гарантий. Две гарантии край предоставил за город Красноярск (по «Жилищному проекту» и проекту «Городское теплоснабжение»), но эти долги обслуживаются самим заемщиком, а участие края связано только с формальным требованием Минфина гарантировать проекты, осуществляемые при поддержке Всемирного банка. В долговой книге края также пока учитывается гарантия за ПИК «Офсет» (115 млн. руб.), но уже подписано соглашение о реструктуризации с заменой гарантии края на залог имущества должника, и его вступление в силу ожидается до конца года. Край также продолжает гарантировать долг ЗАО «Васильевский рудник» (832 млн. руб.), но и эта задолженность в настоящее время находится в стадии реструктуризации в соответствии с Постановлением Правительства России (от 07-08-2004 №406).

Таким образом, отчетная долговая нагрузка края является завышенной. Наша оценка реальной

Табл. 7. Накопленный долг и стоимость его обслуживания (на 1 июля 2004 г.)

Регионы	Долг к доходам	Расходы на обслужив.	
		План	Факт
Башкортостан	6%	0.8%	0.4%
ХМАО	7%	0.4%	0.4%
ЯНАО	9%	2.9%	1.4%
Краснодарский	12%	0.7%	0.3%
Иркутская	17%	1.0%	0.9%
Ленинградская	20%	1.7%	1.7%
Коми	21%	2.2%	1.9%
Самарская	26%	2.9%	1.0%
Красноярский	31%	3.4%	2.4%
Томская	33%	6.0%	1.6%
Тверская	34%	2.6%	2.2%
Нижегородская	34%	2.8%	3.4%
Волгоградская	37%	2.3%	1.3%
Хабаровский	41%	1.8%	1.7%
Чувашия	43%	1.3%	0.7%
Белгородская	43%	1.6%	1.2%
Новосибирская	47%	1.5%	2.6%
Ярославская	59%	1.9%	3.1%
Московская	61%	4.8%	5.4%
Саха (Якутия)	62%	1.8%	1.5%
Костромская	67%	1.5%	1.5%

Долг: фактический на отчетную дату как доля в планируемых доходах за весь 2004 г. без учета помощи федерального бюджета; расходы на обслуживание: план – как отношение планируемых за весь 2004 г. ко всем планируемым расходам за весь 2004 г., факт – оба показателя фактические на отчетную дату. Источник: Минфин РФ

долговой нагрузки края - на 16% - 20% ниже отчетной. Тем не менее, даже без этой коррекции долговую нагрузку Красноярского края по сравнению с остальными эмитентами субфедерального долга можно оценить как среднюю (табл. 7). В частности, по крупным регионам накопленный долг края выглядит как существенно более благоприятная величина по сравнению с Московской областью и лишь как незначительно менее благоприятная, чем у Самарской области. По стоимости долга (как доле долговых расходов) Красноярский край также

выглядит более уверенно, чем Московская область (2.4% против 5.4% соответственно).

Покрытие долга налоговыми доходами края за последнее время существенно улучшилось. Так, по результатам 2002 г. этот показатель составлял 57%, за 2003 г. – уже 52%, а за 8 месяцев текущего года – 50% (даже если не переводить 8-месячный поток налоговых поступлений в годовое измерение). Поэтому динамику долговой нагрузки мы оцениваем как благоприятную.

### Кредитные рейтинги, кредитная история и рынок облигаций края

В конце 1997 – начале 1998 г. в связи с планами края по выходу на международные рынки капитала была инициирована процедура получения международных кредитных рейтингов агентств Moody's и Fitch. Кредитные рейтинги, присвоенные Красноярскому краю агентствами по итогам проведенного анализа, находились на уровне суверенного рейтинга России или на 1 ступень ниже его (Moody's/S&P/Fitch: Ba2/B+/BB+, рейтинг S&P не публиковался). Однако в связи с азиатским кризисом осени 1997 г. и российским кризисом 1998 г. Администрация края отменила планы по выходу на международные рынки капитала с выпуском еврооблигаций и не стала проводить процедуры по поддержанию рейтингов международных агентств. Рейтинговое агентство «Эксперт РА» в апреле 2004 г. присвоило Красноярскому краю рейтинг кредитоспособности по национальной рейтинговой шкале на уровне «А», что соответствует высокому уровню надежности с низким риском несвоевременного выполнения обязательств и позитивными перспективами.

Кредитная история края в сфере отношений с банками является безупречной. За период с 1997 г. Администрация края привлекала кредиты, в том числе, Сбербанку РФ, Внешторгбанка, Росбанка, Банка Москвы, МДМ-банка, ТрансКредитБанка, банка «Авангард». При этом край не допустил ни одной просрочки по уплате процентов или погашению основного долга.

Публичная долговая история Красноярского края является одной из самых сильных среди всех регионов. В сентябре 1998 г. край стал одним из 7 регионов, полностью и в срок выполнивших свои обязательства по агрооблигациям (погашение и выплата купона по 1 траншу и купонные платежи по 2 и 3 траншам). На тот момент уже 52 региона имели просроченную задолженность, полностью или частично перестав выполнять свои обязательства по агрооблигациям. Необходимо иметь в виду, что объем эмиссии Красноярского края был одним из самых

крупных – 251.29 млн. руб. (с учетом деноминации), только 5 регионов имели более крупные выпуски. Среди действительно крупных эмитентов край стал одним из двух, которые в 1998 г. продолжили четкое обслуживание долга. В ноябре 1999 г., несмотря на сложную послекризисную ситуацию в крае, с которой столкнулись практически все регионы РФ, в течение 2 месяцев с даты погашения, 2 транш агрооблигаций был полностью погашен, и в тот же срок был досрочно погашен 3 транш агрооблигаций.

Дебютный послекризисный выпуск рублевых облигаций был размещен краем в декабре 2003 г. Объем выпуска составлял 1.5 млрд. руб., срок обращения – 2 года. Цена размещения была определена эмитентом на уровне 95.50, размер квартального купона по итогам конкурса – 10.30%, что соответствовало эффективной доходности к погашению на уровне 13.50% годовых.

Табл. 8. Объем торгов по облигациям края 1 выпуска на ММВБ (млн. руб.)

Период	Основной режим	Переговорные сделки	Режим репо
Январь	116.5	94.2	-
Февраль	97.2	226.7	-
Март	94.9	483.2	13.8
Апрель	181.4	542.9	-
Май	26.4	12.4	-
Июнь	29.8	393.4	48.8
Июль	38.5	217.8	-
Август	39.4	115.4	8.4
Сентябрь	131.9	601.4	4.6

С начала 2004 г. Источник: ММВБ

Ликвидность вторичного рынка первого выпуска краевых облигаций можно оценить как среднюю (табл. 8). С начала текущего года среднемесячный объем сделок в основном торговом режиме ММВБ составил 82 млн. руб., по переговорным сделкам – 273 млн. руб.

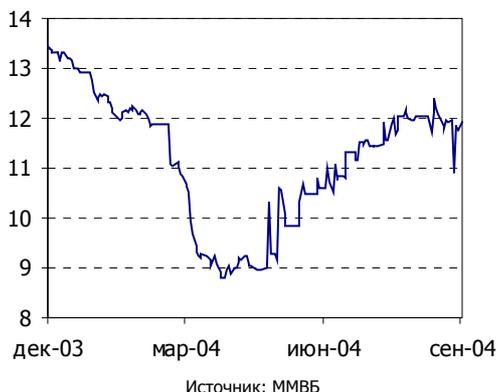
Дальнейшая динамика доходности облигаций

Табл. 9. Предыдущие выпуски облигаций Красноярского края

Выпуск	Размещение	Погашение	Объем, млн. руб.	Купон	Статус
Предкризисные выпуски (агрооблигации)					
RU21001KNASO	11-сен-97	11-сен-98	82.93	10%	погашен в срок
RU22002KNASO	11-сен-97	11-сен-99	82.93	10%	погашен с задержкой 2 месяца
RU22003KNASO	11-сен-97	11-сен-00	85.43	10%	погашен досрочно
Новые выпуски					
RU25001KNAO	3-дек-03	8-дек-05	1500.00	10.30%	обращается

Объемы докризисных выпусков – с учетом деноминации. Источник: Росбанк, Депозитарий Росбанка

Рис. 1. Доходность к погашению 1 выпуска облигаций Красноярского края (% годовых)



края к погашению показана на рис. 1. В начале 2004 г. доходность ненадолго зафиксировалась в районе 12% годовых, затем начала быстро снижаться вплоть до 9% и даже несколько ниже (абсолютный минимум

Рис. 2. Спрэды доходности краевых облигаций к облигациям Москвы (базисных пунктов)



– 8.81% годовых – был достигнут 12 апреля). Затем вместе с коррекцией всего рынка доходность постепенно вернулась на уровень чуть ниже 12%.

### Оценка справедливой доходности размещаемого выпуска

Если оценивать изменение кредитного качества Красноярского края на текущий момент по сравнению с нашей предыдущей оценкой, данной в desk-note по 1 выпуску (12 ноября 2003 г.), мы полагаем, что сейчас финансовое положение края является более устойчивым, чем год назад. Такое мнение формируется под влиянием следующих факторов: быстрый рост собственных доходов края, более медленное нарастание долговой нагрузки, централизация большей части доходов консолидированного бюджета в бюджете края. Риски рефинансирования, в связи с ростом задолженности по «активным» компонентам долга, несколько ухудшились, но их опять же компенсирует рост доходов и значительный резерв ликвидности. Риски, которые связаны с реализацией бюджетной реформы в следующем году, в настоящий момент еще трудно анализировать, однако это фактор, почти одинаково общий для всех региональных бумаг.

Можно использовать следующие подходы для определения справедливой доходности размещаемого выпуска:

#### *Спрэд к базовой кривой доходности*

Спрэд при размещении краевых облигаций над кривой доходности Москвы в декабре 2003 г. составлял 364 б.п. Весной этого года по выпуску наблюдалось значительное сужение спрэдов (рис. 2), во многом связанное с тем, что из-за снижения процентных ставок по всему спектру торгуемых инструментов спрос на выпуски с относительно широкими спредами значительно активизировался. Однако с ухудшением ситуации в апреле-мае нынешнего года спрэды края к Москве вновь расширились до уровней чуть ниже 400 б.п. Среднее историческое значение спреда – 367 б.п. Однако с использованием спрэдов к базовой кривой для определения доходности нового выпуска есть две

сложности. Во-первых, сам спрэд является недостаточно устойчивым (от менее чем 200 до более чем 500 б.п.), поэтому его среднее значение несет в себе совсем немного полезной информации. Во-вторых, московская кривая и кривые региональных долгов обычно имеют разные наклоны, и их соотношение не является одинаковым в различных сегментах (по дюрации). В частности, на интересующих нас сегментах (2-3 года до погашения) московская кривая обычно имеет меньший наклон, чем региональные. Поэтому спрэды одного и того же эмитента к московской кривой могут быть различными в зависимости от сегмента срочности.

#### *Сопоставимые выпуски*

Применение этого метода для региональных бумаг остается трудным из-за сохраняющихся структурных несовершенств рынка, в первую очередь крайне недостаточного покрытия кредитными рейтингами и различной ликвидности. Тем не менее, некоторые ориентиры указать можно. Из выпусков других эмитентов, которые представлены на рынке, на наш взгляд, ориентирами для Красноярского края могли бы служить Республика Коми и Иркутская область (с первым из этих регионов мы сравнивали край год назад, при размещении дебютного выпуска). Хотя красноярский краевой бюджет значительно превосходит бюджеты данных регионов по масштабу, это превосходство отчасти компенсируется более высокой долговой нагрузкой края. Поэтому по совокупности всех параметров мы оцениваем кредитное качество всех трех эмитентов как примерно сопоставимое. Однако в смысле рынка ставки по Коми кажутся заниженными из-за очень большого купона (текущая доходность является очень привлекательной, что занижает доходность к погашению), а по Иркутской области относительно ликвидный рынок стал формироваться сравнительно

недавно (после размещения амортизационных выпусков). Из остальных эмитентов с более или менее ликвидным рынком Якутия (которую мы оцениваем как кредит более низкого качества) теоретически может задавать «верхнюю границу» для доходности Красноярского края на вторичном рынке (в настоящий момент – порядка 12% по среднесрочному сегменту).

*Обращающиеся выпуски того же эмитента*

В нынешней ситуации мы считаем этот способ оценки предпочтительным. Его идея заключается в том, чтобы использовать в качестве отправной точки доходность вторичного рынка «старых» выпусков эмитента и корректировать ее на среднюю по рынку

премию за более высокую дюрацию (если, как это обычно бывает, новый выпуск «длиннее» старого). За последний месяц средний наклон кривых доходности по региональным бумагам составляет порядка 40-45 б.п. на год дюрации. Таким образом, при дюрации нового выпуска около 1.8 лет его обоснованная премия к первому выпуску составит примерно 30 б.п. Сейчас 1 выпуск торгуется по доходности примерно 11.4%. Мы ожидаем, что премия первичного рынка в случае сохранения хорошей конъюнктуры не превысит 50 базисных пунктов. Поэтому **наша текущая оценка справедливой доходности 2 выпуска облигаций края при размещении – от 12.0% до 12.25% годовых.** □

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

**Конъюнктурно-аналитическое управление**

Телефон	+7 (095) 725-5754
Факс	+7 (095) 725-5754
E-mail	research@rosbank.ru
Макроэкономика	Пантюшин Владимир
Фондовый рынок	Стоянов Андрей
Долговой рынок	Гришин Петр, Голубок Антон
Валютный рынок	Супрунов Павел, Бобовников Андрей

**Департамент инвестиционно-банковских услуг**

Телефон	+7 (095) 234-0947
Факс	+7 (095) 721-9550
Директор Департамента	Порхун Алексей +7 (095) 234-0947
	Афонский Михаил +7 (095) 204-9427
	Борзунова Дарья +7 (095) 232-9807
	Воробьева Елена +7 (095) 208-9038
Управление рынков капитала	Головчанова Ирина +7 (095) 232-9831
	Кизилова Вера +7 (095) 232-9807
	Лушова Виктория +7 (095) 204-9598
	Якимова Виктория +7 (095) 725-5494
Инициирование и синдикация	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**

Торговые операции	Черняков Станислав
	Демин Михаил
	Рожков Алексей

**Управление по работе с долговыми инструментами**

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

**Уведомления и ограничение ответственности**

Настоящий материал подготовлен Конъюнктурно-аналитическим управлением (КАУ) Росбанка. Он выражает только мнение КАУ и не должен считаться выражением официального мнения Росбанка или мнений иных структурных подразделений Росбанка. Все ссылки в тексте настоящего материала на «Росбанк» или «расчеты Росбанка» соответственно обозначают «КАУ Росбанка» и «расчеты КАУ Росбанка». При подготовке настоящего материала использовались данные многочисленных открытых источников, которые по возможности указываются в тексте. КАУ Росбанка не несет ответственности за достоверность такой информации, хотя она и была по возможности проверена. Росбанк не гарантирует полноты изложенной в настоящем материале информации. Инвесторы не должны предполагать, что настоящий материал является исчерпывающим в описании соответствующего сегмента рынка, или что он содержит всю существенную информацию, имеющую отношение к принятию соответствующих инвестиционных решений. Настоящий материал не содержит рекомендаций по покупке, продаже или совершению иных операций с ценными бумагами, несмотря на то, что в нем сообщаются факты и высказываются оценки, которые могут иметь прямое отношение к кредитному качеству отдельных упоминающихся ценных бумаг и/или эмитентов ценных бумаг. Настоящий материал не был согласован с упоминающимися в нем эмитентами ценных бумаг и/или проверен ими на наличие фактических неточностей. Росбанк в лице Департамента инвестиционно-банковских услуг и/или Департамента Казначейских операций и/или иных структурных подразделений может иметь прямой или опосредованный интерес в котировках ценных бумаг, упоминающихся в настоящем материале. В частности, указанные или иные структурные подразделения Росбанка могли или могут принимать участие в организации, размещении, поддержании вторичного рынка и участии во вторичном рынке по выпускам таких бумаг. Тем не менее, КАУ Росбанка подтверждает, что все приведенные в настоящем материале мнения являются добросовестными мнениями КАУ Росбанка и отражают его собственный взгляд по соответствующим вопросам.