



# КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Удмуртия (Ba1/-/BB+) и Воронежская область (-/-/BB): первичное предложение.

Удмуртия (Ba1/-/BB+) и Воронежская область (-/-/BB): первичное предложение.

Облигации Удмуртской республики предлагают премию к бумагам регионов из той же рейтинговой группы, что, впрочем, оправдано учитывая меньший размер бюджета и более высокий уровень госдолга. Облигации могут представлять интерес с доходностью от 8,4% годовых. Воронежская область начала пре-маркетинг бондов, обозначив только срочность. С учетом хорошего кредитного профиля эмитента и уровня доходности собственных бумаг, а также выпусков других регионов аналогичной рейтинговой категории предложение Воронежской области, на наш взгляд, может найти спрос с доходностью 8,3-8,5% годовых.

**Удмуртия размещает выпуск 35001 на 2 млрд руб., УТМ 8,3-8,6%, дюр. 3,62 года...**

**Комментарий.** Первичный рынок субфедерального долга вновь пополнился новыми именами – свои бонды предлагают Удмуртская республика и Воронежская область. Причем, Удмуртия проведет book-building с 3 по 4 октября по 7-летнему выпуску серии 35001 объемом 2 млрд руб. Индикатив ставки купона 7,88-8,17% годовых, что соответствует доходности 8,3-8,6% годовых при дюреции 3,62 года. Размещение облигаций республики намечено на 10 октября.

**Воронежская область начала пре-маркетинг облигаций на 5 млрд руб., дюр. 3 года...**

В свою очередь, Воронежская область начала пре-маркетинг новых 5-летних облигаций объемом 5 млрд руб., размещение которого предварительно запланировано на середину октября, ставка купона будет определяться на конкурсе. Индикатив доходности не приводится, при этом эмитент ориентирует на дюрецию 3 года.

Вместе с тем, оба эмитента неплохо известны рынку. Тем не менее, обратим внимание на последние изменения в кредитном профиле регионов.

**Кредитный профиль Удмуртии умеренный, текущий уровень госдолга высокий, но ожидается его снижение к концу года...**

Напомним, что Удмуртская республика располагает средней по размеру экономикой – по итогам 2011 г. ВРП составил 335,4 млрд руб., что обеспечило республике 36 место из 83 субъектов РФ. При этом наиболее развитыми отраслями являются: машиностроение и металлообработка (Ижмаш, Воткинский завод, Ижевский мотозавод, Ижевский механический завод и др.), черная металлургия (Ижсталь), нефтедобыча (Удмуртнефть и Белкамнефть), АПК, деревообрабатывающая промышленность (Увадрев-Холдинг, Глазовская мебельная фабрика, Ижмебель и др.). В целом, отраслевая структура экономики хорошо диверсифицирована и обеспечивает устойчивую налоговую базу. Удмуртия имеет средний по размеру бюджет (в 2013 г. запланировано 47 млрд руб.), при этом обеспеченность собственными доходами была на хорошем уровне (по итогам 7 мес. 2013 г. порядка 77% от общих доходов), что говорит о невысокой зависимости от вышестоящего

Пожалуйста, ознакомьтесь с Ограничением ответственности аналитика на последней странице настоящего документа.

бюджета. В то же время у республики снижается собираемость налога на прибыль («-6%» (г/г) до 8 млрд руб. по итогам 7 мес. 2013 г.), что, впрочем, присуще большинству субъектов РФ в текущей ситуации замедления экономики. Тем не менее, собственные доходы за 7 мес. 2013 г. показали рост на 6% до 21,2 млрд руб., в том числе благодаря увеличению поступлений НДФЛ («+15%» до 5,7 млрд руб.).

В 2013 г. у Удмуртской республики заложен заметный объем дефицита бюджета (12,3 млрд руб. или 26%), что уже начинает сказываться на уровне госдолга – размер госдолга вырос на 46% до 25,4 млрд руб., соотношение Госдолг/Собственные несколько превысило 70%, что является довольно высоким уровнем в сравнении с другими субъектами РФ. По итогам 2013 г. ожидается его снижение (по плану) до 62%.

Воронежская область, в свою очередь, обладает более крупной по масштабу экономикой – объем ВРП в 2011 г. составил 447,2 млрд руб. (28 место по стране), которая неплохо диверсифицирована и не имеет зависимости от сырьевых отраслей. Наиболее развиты – АПК и пищевая промышленность (Молочный комбинат «Воронежский», «Крекер» United bakers, Воронежская кондитерская фабрика и др.), машиностроение (Концерн «Созвездие», Воронежский механический завод, Воронежское авиационное самолето-строительное общество, Воронежсельмаш и др.), химическая промышленность (Воронежсинтезкаучук, Минудобрения), электроэнергетика (Нововоронежская АЭС).

У Воронежской области довольно крупный по размеру бюджет (в 2013 г. ожидается 69 млрд руб.), с хорошей долей собственных доходов (по итогам 7 мес. 2013 г. порядка 72%). Отдельно отметим, что область смогла улучшить собираемость налога на прибыль организаций («+3%» до 9,6 млрд руб. по итогам января-июля 2013 г.), что довольно редкое событие для российских регионов в этом году. Также выросли и поступления НДФЛ – на 11% до 7,8 млрд руб.

Как и у многих субъектов РФ у Воронежской области в 2013 г. заложен заметный по объему дефицит бюджета – 11,5 млрд руб. (или 17% всех доходов), покрывать который регион намерен, очевидно, в том числе и за счет заемных средств. Так, по итогам 2013 г. в региональном бюджете закладывается рост госдолга на 33% до 16,8 млрд руб. По итогам 7 мес. 2013 г. его размер был несколько больше – 17,4 млрд руб., а соотношение Госдолг/Собственные доходы составило 37% (по итогам года ожидается 33%), что является комфортным уровнем.

Ключевые бюджетные показатели млрд руб.	Удмуртия (Ва1-/ВВ+)					Воронежская область (-/ВВ)					Волгоградская область (-/ВВ-)			Омская область (Ва2/-)		
	7м12	7м13	Изм. %	2013П	Исп-е %	7м12	7м13	Изм. %	2013П	Исп-е %	7м2013	2013П	Исп-е %	7м2013	2013П	Исп-е %
Доходы	28,3	27,6	-2,8	46,6	59,1	40,3	40,5	0,3	69,1	58,6	35,4	71,9	49,2	35,2	68,5	51,4
Соб.доходы	20,0	21,2	6,0	37,5	56,6	26,7	29,1	8,7	50,7	57,3	29,2	61,1	47,8	26,6	52,6	50,6
Налог на прибыль	8,5	8,0	-5,6	15,3	52,5	9,3	9,6	3,0	16,8	57,4	9,5	25,0	38,0	6,7	14,5	46,6
НДФЛ	4,9	5,7	15,0	10,6	53,6	7,1	7,8	11,1	14,8	53,0	6,8	13,9	49,2	6,7	13,3	50,6
Соб.доходы/Доходы	70,5%	76,9%	6,4 п.п.	80,4%	-	66,3%	71,8%	5,5 п.п.	73,4%	-	82,5%	85,0%	-	75,5%	76,8%	-
Безвозмездные перечисления	8,4	6,4	-23,8	9,1	69,6	13,6	11,4	-16,2	18,4	62,0	6,2	10,8	57,2	8,6	15,9	54,1
Расходы	29,6	32,3	9,2	58,9	54,8	36,1	43,7	21,1	80,6	54,3	37,3	81,0	46,1	39,0	78,4	49,7
Дефицит/профицит	-1,3	-4,8	-	-12,3	-	4,2	-3,3	-	-11,5	-	-2,0	-9,1	-	-3,7	-9,9	-
	2012	7м13	Изм. %	2013П	Изм. %	2012	7м13	Изм. %	2013П	Изм. %	7м2013	2013П	Изм. %	7м2013	2013П	Изм. %
Госдолг	17,4	25,4	45,7	23,3	33,7	12,7	17,4	37,8	16,8	32,6	29,0	32,0	-	23,0	30,3	-
Госдолг/Соб.доходы	50,8%	71,5%	-	62,2%	-	28,1%	36,8%	-	33,1%	-	60,7%	52,4%	-	51,5%	57,7%	-

Источники: данные региональных минфинов, расчеты Промсвязьбанка

В настоящее время у Удмуртии и Воронежской области обращаются облигации и наиболее длинные из них несут премию к кривой ОФЗ 150-165 б.п. к кривой ОФЗ. Вместе с тем, эти бумаги практически неликвидны.

Отметим, что совсем недавно (в конце сентября) прошел ряд размещений облигаций субъектов РФ – на первичный рынок выходили Красноярский край (Ва2/ВВ+/ВВ+) с выпуском 34007 (при размещении УТМ 8,16%/3,45 г.) и Башкортостан (Ваа3/ВВВ-/-) 34008 (УТМ 7,98%/3,78 г.), которые могут выступить ориентиром для новых субфедеральных бумаг. Сейчас Красноярский край 34007 торгуется с доходностью 8,02% (цена 100,15%), а Башкортостан 34008 – 7,92% (цена 100,18%), что формирует спрэд к кривой ОФЗ порядка 100-120 б.п. При этом Удмуртия предлагает к обозначенным выпускам премию 30-70 б.п., что, впрочем, оправдано даже с учетом довольно высоких рейтинговых оценок республики, учитывая меньший размер ее бюджета и относительно высокий уровень госдолга. На наш взгляд, облигации

4 октября 2013

**Облигации Удмуртии могут представлять интерес с доходностью от 8,4% годовых...**

**Воронежская область может найти спроса новые бонды с доходностью 8,3-8,5% годовых...**

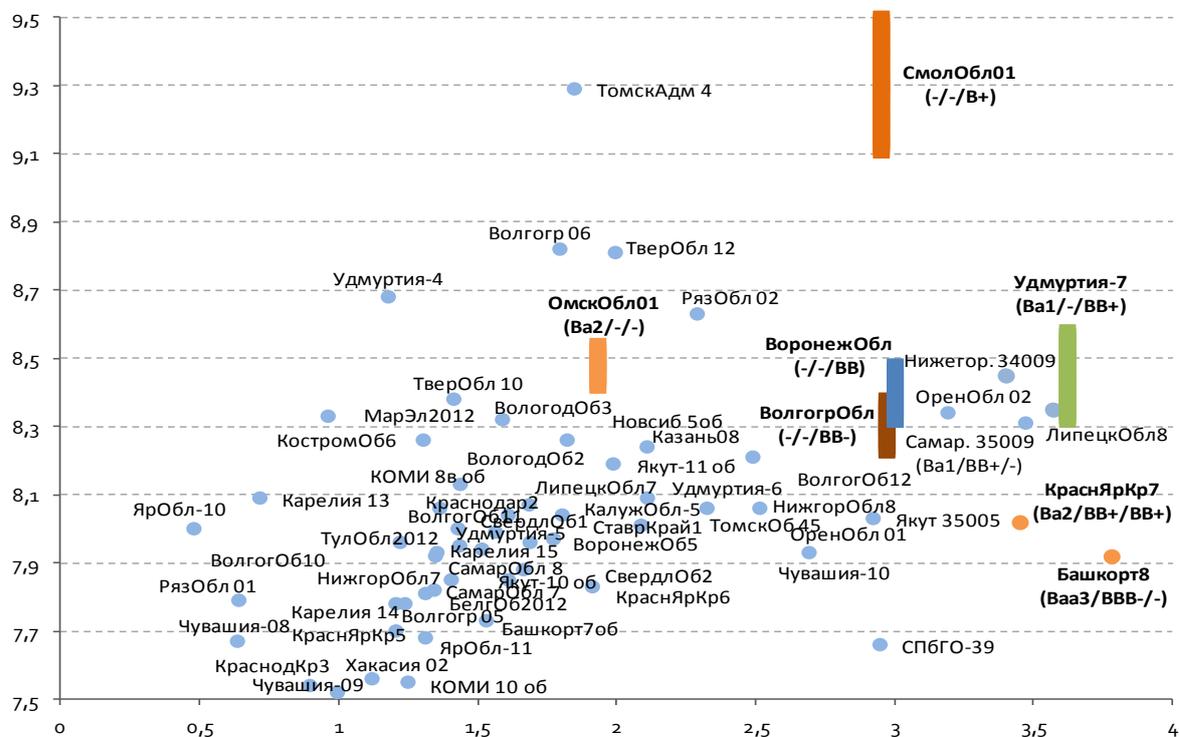
Удмуртской республики 35001 могут представлять интерес с доходностью от 8,4% годовых (дюрация 3,62 года), учитывая спрэды последних субфедеральных размещений и уровни собственных бумаг.

Что касается новых бондов Воронежской области, то они вполне могут найти спрос с доходностью 8,3-8,5% годовых при дюрации 3 года с учетом спрэдов по собственным облигациям, а также премии 30-60 б.п. к недавно размещенным выпускам Красноярского края и Башкортостана, чей рейтинг на 1-2 ступени выше.

В свою очередь, серьезную конкуренцию по доходности бумагам Удмуртии и Воронежской области могут составить дебютные облигации Омской области (Ва2/-/-) серии 34001 объемом 5 млрд руб. (book-building состоится 7-9 октября), которые предлагают доходность 8,4-8,56% годовых при меньшей дюрацией 1,93 года, кредитное качество области среднее.

**Александр Полютов**

### Карта доходностей: Субъекты РФ



**Контакты:**

ОАО «Промсвязьбанк»

Аналитический департамент

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF &lt;GO&gt;

<http://www.psbank.ru><http://www.psbinvest.ru>**АНАЛИТИЧЕСКИЙ ДЕПАРТАМЕНТ****Николай Кашеев**

Директор департамента

KNI@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4739

**Роман Османов**

Главный аналитик по глобальным рынкам

OsmanovR@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7010

**НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА****Евгений Локтюхов**

LoktyukhovEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4761

**Илья Фролов**

FrolovIG@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4706

**Олег Шагов**

Shagov@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4734

**Екатерина Крылова**

KrylovaEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6731

**Игорь Нуждин**

NuzhdinIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7011

**НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВОГО РЫНКА****Игорь Голубев**

GolubevIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4729

**Елена Федоткова**

FedotkovaEV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4716

**Алексей Егоров**

EgorovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4748

**Вадим Паламарчук**

PalamarchukVA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4781

**Александр Полюттов**

PolyutovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6754

**ТЕХНИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ****Владимир Гусев**

GusevVP@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4783

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

FedosenkoPN@psbank.ru

+7 (495) 228-33-86

**Богдан Круть**

KrutBV@psbank.ru

+7 (495) 228-39-22

**Иван Хмелевский**

Khmelevsky@psbank.ru

+7 (495) 411-51-37

**Ольга Целинина**

TselininaOI@psbank.ru

+7 (495) 228-33-12

**ТОРГОВЛЯ ИНСТРУМЕНТАМИ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ****Юлия Рыбакова**

Rybakova@psbank.ru

+7 (495) 705-9068

**Анатолий Павленко**

APavlenko@psbank.ru

+7 (495) 705-9069

**Андрей Воложев**

Volozhhev@psbank.ru

+7 (495) 705-9096

**Евгений Жариков**

Zharikov@psbank.ru

+7 (495) 705-9096

**Денис Семеновых**

SemenovykhDD@psbank.ru

+7 (495) 705-9757

**Дмитрий Грицкевич**

Gritskevich@psbank.ru

+7 (495) 777-1020, доб. 77-4714

**ДЕНЕЖНЫЙ И ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК, ДЕРИВАТИВЫ****Андрей Скабелин**

Skabelin@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-56

**Иван Заволоснов**

ZavolosnovIV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54

**УПРАВЛЕНИЕ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ****Игорь Федосенко**

FedosenkoIY@psbank.ru

+7 (495) 705-97-69

**Виталий Туруло**

TuruloVM@psbank.ru

+7 (495) 411-51-39

© 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.