Самарская область (BB+/Ba1/-)

УРАЛСИБ | КЭПИТАЛ

АНАЛИЗ ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru

1 июня 2011 года

САМАРСКАЯ ОБЛАСТЬ-7

Новый ориентир для рынка субфедерального долга

Крупнейший субфедеральный выпуск года. Новый выпуск облигаций Самарской области объемом 12,2 млрд руб. и с дюрацией 3,2 года является крупнейшим выпуском субфедерального эмитента, запланированным на 2011 г. Новый выпуск полностью обеспечит рефинансирование обязательств области в текущем году, а остаток средств будет направлен на покрытие дефицита областного бюджета. Амортизационная структура нового выпуска обеспечивает удлинение долга и равномерный график погашения обязательств области в 2012–2016 гг. без взрывных пиков.

Последствия кризиса в основном преодолены. Самарская область в основном преодолела последствия экономического кризиса. Налоговые поступления области растут, точечная федеральная поддержка позволяет проводить активную политику развития и модернизации.

Долговая нагрузка остается умеренной, в рамках жестких ограничений. По нашим оценкам, размер госдолга области к концу 2011 г. составит 33% собственных доходов, что существенно ниже не только максимума, установленного Бюджетным кодексом РФ (100% собственных доходов), но и дополнительного ограничительного предела, предусмотренного областным законодательством (45%). Осторожность и жесткий контроль над уровнем долга дали возможность области вернуться на рынок вскоре после возвращения города Москвы в 2009 г. и позволяют активно управлять задолженностью.

Ожидаются положительные действия со стороны рейтинговых агентств. Область имеет рейтинг «BB+» по версии S&P и «Ba1» по версии Moody's. В последние месяцы агентства систематически повышают рейтинги и прогнозы рейтингов российских субфедеральных эмитентов. С учетом улучшения финансовых перспектив региона мы ожидаем положительных действий со стороны рейтинговых агентств.

Взвешенная финансовая политика. Регион успешно выходит из кризиса и продолжает проводить взвешенную финансовую политику. Структура доходов Самарской области достаточно сбалансирована. В 2010 г. налоговые поступления обеспечили около 73% всех доходов, а в 2011–2012 гг. их уровень должен приблизится к докризисному – более 80% доходов. Крупнейшие налогоплательщики – нефтегазовые и автомобильные предприятия, приносящие региональному бюджету около трети всех налогов. Размеры и значение области позволяют ей рассчитывать на федеральную поддержку в случае ухудшения экономической ситуации – что было продемонстрировано во время кризиса 2008–2009 гг.

Справедливый спред к бескупонной кривой ОФЗ – 90–115 б.п. Мы считаем справедливыми спред в 90–115 б.п. к бескупонной кривой ОФЗ и доходность к погашению в интервале 7,85–8,10% годовых. Ожидаемое включение нового выпуска в ломбардный список ЦБ РФ и котировальный лист «А» приведет к дополнительному снижению спредов на 25–40 б.п. к уровням доходности выпусков уже находящихся в обращении.

Самарская Область 7

Размещение	июнь 2011
Погашение	ноябрь 2016
Объем млрд. руб.	12,2
Купон	фиксированный
Дюрация, гг.	3,2
Тип купона	квартальный
Справедливая доходность	7,85-8,10%

График амортизационных выплат

2013	20%
2014	40%
2015	20%
2016	20%

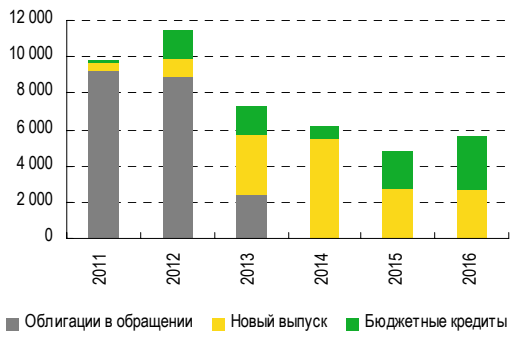
Финансовые показатели Самарской области

	2008	2009	2010	2011П
Доходы бюджета млрдруб.	84	78	95	90
Налоговые доходы млрд руб.	70	57	69	75
Безвозм. поступления, %	14	25	26	15
Профицит/Дефицит (-), %	(4)	(13)	(1)	(14)
Долг/доходы %	27	32	27	30

Источник: Минфин РФ, Закон о бюджете Самарской области

График погашения долга

(с учетом нового выпуска, млн. руб.)



Источники: Самарская область, Уралсиб Кэпитал

Рыночные данные действительны на 30.05.2011 г.

НОВАЯ ФАЗА РОСТА

Развитая индустриальная база и активная политика по модернизации промышленности. Самарская область входит в число наиболее экономически важных регионов: на ее долю приходится приблизительно 2,0% общероссийского ВВП – 10-е место по ВРП в 2009 г. По уровню доходов на душу населения область отстает от Москвы, Санкт-Петербурга и нефтедобывающих регионов, но не уступает другим крупным и густонаселенным субъектам РФ.

Самарская область – один из ключевых промышленных регионов страны. Промышленный комплекс области имеет сложную многоотраслевую структуру. Его специализация – автомобилестроение и производство автокомпонентов, авиакосмический комплекс, нефтедобыча и нефтепереработка, нефтехимия, электроэнергетика, металлургическое производство, строительство.

Темпы роста производства выше общероссийских. Темпы роста промышленного производства Самарской области в 2000–2007 гг. несколько превосходили общероссийский показатель, однако уступали результатам Москвы, Московской и Ленинградской областей. В разгар кризиса больше всего пострадали развитые промышленные регионы, и Самарская область не стала исключением: ВРП области сократился почти на 18%, но существенно вырос после нормализации положения АвтоВАЗа (в том числе за счет введения заградительных пошлин и помощи от федерального центра) и восстановления цен на сырьевые товары. Большое значение НПЗ и химических предприятий (в частности, ТольяттиАзота) для занятости и налоговых поступлений усиливает зависимость региона от мировых цен на нефть и нефтепродукты по сравнению с другими регионами России.

При высоком объеме долга...

Объем госдолга, 01.05.2011 г.

Москва	314 198
Московская область	125 001
Республика Татарстан	73 586
Краснодарский край	29 430
Самарская область	29 198
Нижегородская область	28 557
Республика Якутия	17 260
Калининградская область	11 169
Красноярский край	10 956
ХМАО	10 211
Свердловская область	10 034
Республика Башкортостан	9 863
Санкт-Петербург	6 614
Томская область	6 402
Новосибирская область	5 350
Республика Коми	5 309
Ленинградская область	2 721
Тюменская Область	1 088
ЯНАО	-

Источники: Минфин РФ, оценка УРАЛСИБа

В течение года-двух ВРП должен достичь докризисного показателя. К концу 2011 – 2012 г. ожидается восстановление ВРП и занятости до докризисных уровней, что позволит областным властям перейти с проведения «спасательных операций» к модернизации и развитию инфраструктуры. Поступления от предыдущих займов давали возможность высвободить финансовые ресурсы для совершенствования социальной и транспортной инфраструктуры региона, программа капитальных расходов на нынешний год также предусматривает значительные расходы на улучшение деловой среды, создание условий для развития высоких технологий и привлечения отечественных и иностранных инвестиций и производств.

...регион хорошо обеспечен собственными доходами

Отношение долга к собственным доходам, % 01.01.2011 г.

Московская область	72
Республика Татарстан	67
Калининградская область	64
Нижегородская область	43
Самарская область	36
Республика Якутия	34
Томская область	31
Краснодарский край	28
г. Москва	28
Республика Коми	17
Республика Башкортостан	14
Ленинградская область	12
Красноярский край	11
Свердловская область	10
ХМАО	10
Новосибирская область	8
г. Санкт-Петербург	2
Тюменская область	1
ЯНАО	-

Источники: Минфин РФ, оценка УРАЛСИБа

Структура доходов бюджета типична для крупных промышленных регионов

Структура доходов бюджета в 2010 г., %

	Собственные доходы/бюджет	НП в доходах	НДФЛ в доходах
Москва	96	39	38
ХМАО	95	42	17
ЯНАО	93	44	20
Московская область	86	31	27
Ленинградская область	82	37	21
Санкт-Петербург	81	26	31
Свердловская область	80	30	26
Республика Коми	80	31	23
Красноярский край	77	41	18
Самарская область	74	27	21
Республика Башкортостан	74	26	18
Нижегородская область	73	29	23
Новосибирская область	73	21	24
Тюменская область	70	53	8
Краснодарский край	67	21	22
Томская область	66	23	20
Калининградская область	61	17	20
Республика Татарстан	57	25	14
Республика Якутия	50	15	11

Источники: Минфин РФ, оценка УРАЛСИБа

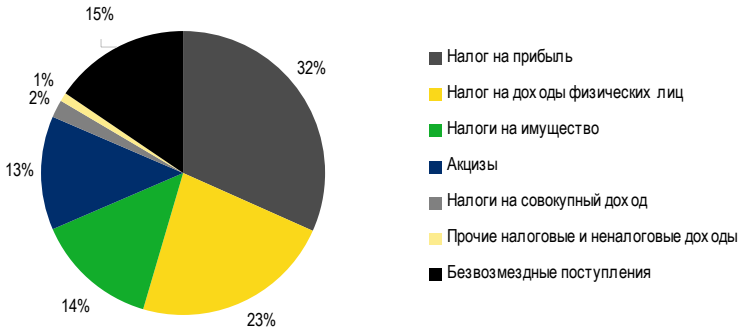
ПЛОДЫ АКТИВНОЙ БЮДЖЕТНОЙ ПОЛИТИКИ

Кризис привел к изменению структуры доходов региона. Даже в кризисный период Самарская область проводила активную бюджетную политику, направленную на обеспечение потребностей региона и выполнение инвестиционной программы. Состояние бюджета Самарской области позволяет отнести ее к числу благополучных. В структуре налоговых доходов особенно велика доля налога на прибыль и подоходного налога (около 66% в 2010 г). Роль налога на прибыль уменьшилась в результате его снижения в 2008 г. и падения рентабельности большинства предприятий: в 2007 г. он принес 47,5% всех налоговых доходов, а в 2010 г. – около 38%. Крупнейшие налогоплательщики – промышленные гиганты АвтоВАЗ и Самаранефтегаз. Зависимость от этих компаний создает основной риск для бюджета области: он пострадал в 2008–2009 гг., когда прибыли в соответствующих отраслях значительно уменьшились.

Обеспеченность собственными доходами остается высокой. После кризиса и «схлопывания» бюджета доходная часть бюджета Самарской области отличается высокой долей собственных доходов, то есть всех поступлений за исключением трансфертов из федерального бюджета. На протяжении 2005–2007 гг. этот показатель составлял 96,4–97,6%, но снизился в 2008–2009 гг. В 2009–2011 гг. область получила значительные кредиты из федерального бюджета (по льготной ставке в размере от 1/4 до 1/2 от ставки рефинансирования ЦБ РФ), объем которых составляет около 30% долга области. Кредиты были предоставлены области на срок от трех до пяти лет.

Роль НДФЛ в формировании доходов бюджета выросла, а налога на прибыль – упала

План по доходам Самарской области на 2011 г.



Источник: Самарская Область

Жесткое и консервативное бюджетное планирование. Следует отметить, что руководство области достаточно жестко проводит политику полного обеспечения текущих расходов из собственных доходов. Дефицит, как правило, создается за счет капитальных расходов, которые могут быть отложены, если доходы сократятся. Самарская область прогнозирует бюджет на основе крайне консервативных оценок доходов. С 2000 г., за исключением кризисных лет, дефицит областного бюджета оказывался значительно меньше прогнозных уровней либо область получала профицит (в 2010 г. дефицит по итогам года составил всего 1% от собственных доходов). Динамика исполнения бюджета в I квартале 2011 г. позволяет ожидать существенного снижения прогнозов дефицита по мере приближения к концу текущего года.

Федеральные трансферты помогли поддерживать стабильность бюджета в кризис

Основные параметры бюджета Самарской Области

	2008		2009		2010		2011П	
	млн. руб.	%	млн. руб.	%	млн. руб.	%	млн. руб	%
Доходы бюджета	84 480		78 236		94 698		89 585	
Собственные доходы	72 446	86%	58 590	75%	70 153	74%	76 055	85%
Налоговые	70 268	97%	57 246	98%	69 014	98%	74 974	99%
Неналоговые доходы	2 178	3%	1 326	2%	1 139	2%	1 081	1%
Безвозм. поступления	12 034	14%	19 646	25%	24 545	26%	13 936	15%
Расходы (всего)	87 729		85 840		95 669		100 611	
Профицит/дефицит (-)	(3 250)	-4%	(7 604)	-13%	(971)	-1%	(11 027)	-14%

Источник: Минфин РФ, Закон о бюджете Самарской области

ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА ОСТАЕТСЯ НА ПРИЕМЛЕМЫХ УРОВНЯХ

Самарская область входит в группу регионов с лучшим кредитным качеством. Самарская область – весьма опытный заемщик на рынке рублевого долга, с долгой кредитной историей. Дебютный выпуск облигаций состоялся еще в 2003 г. и был погашен в 2006 г. В 2010 г. было осуществлено полное погашение второго выпуска и амортизационной части пятого выпуска займов Самарской области. В текущем году будет полностью погашен третий выпуск облигаций области и частично амортизированы пятый и шестой выпуски.

Опора на рыночные инструменты. Объем долговых обязательств региона на 1 мая 2011 г. составлял 29,2 млрд руб., из которых 19 млрд руб. (65%) приходится на облигационные займы. К концу года ожидается рост доли облигаций до 68%, а с постепенным погашением бюджетных кредитов и замещением их рыночными заимствованиями мы можем ожидать возвращения к ситуации середины 2008 г., когда более 89% госдолга области составляли ценные бумаги. С момента выпуска первого займа (в 2003 г.) регион отдает приоритет облигациям как инструменту финансирования бюджетного дефицита. Высокая доля рыночных инструментов в общем объеме госдолга области позволяет активно управлять его структурой и сроками, снижать расходы на обслуживание, а также соответствует лучшим мировым образцам.

Структура государственного долга области хорошо сбалансирована

Госдолг Самарской области на 01.05.2011 г.
в млрд руб., %

Источник: Самарская область

Добровольное ограничение предельных заимствований. Большинство расчетных коэффициентов, имеющих отношение к оценке долговой нагрузки региона и регулируемых Минфином, сейчас гораздо ниже предельного нормативного уровня. Более того, Самарская область дополнительно приняла на себя ограничения по предельным размерам госдолга, что уникально в российской практике. Согласно областному законодательству предельный размер долга с учетом госгарантий не может превышать 45% собственных доходов области, а прямой долг – 40%. Бюджетный кодекс РФ ограничивает размер регионального долга показателем в 100%. По нашим оценкам, в конце 2011 г. отношение долга к доходам бюджета составит 33%. Расходы на обслуживание долга также находятся на весьма консервативном уровне. Расходы на обслуживание государственных заимствований Самарской области всегда значительно ниже установленного Бюджетным кодексом РФ ограничения в 15% от расходов бюджета без учета расходов, осуществляемых за счет субвенций (в 2010 г. – 2,15%).

Обеспеченность долга Самарской области доходами

	Долг/Доходы, %	Долг/Собств. доходы, %
2006	17	18
2007	23	25
2008	27	31
2009	32	42
2010	27	36
2011П	30	33

Источник: Самарская область, оценка УРАЛСИБа

ВЫСОКОЕ КРЕДИТНОЕ КАЧЕСТВО СООТВЕТСТВУЕТ ЗАПРОСАМ ИНВЕСТОРОВ

Дефицит предложения на рынке субфедерального долга . Привлекательность нового выпуска следует рассматривать в контексте ситуации на рынке субфедерального долга. В 2011 г., несмотря на появление новых имен, рынок продолжает сокращаться. Крупнейший эмитент – город Москва – официально заявил об уходе с рынка заимствований в связи со значительным профицитом бюджета. Московская область по-прежнему находится в сложном финансовом положении и проводит политику сокращения долга, опираясь на поддержку федерального центра. Сопоставимый по кредитному качеству Красноярский край, разместивший 10-миллиардный заем в 2010 г., также не планирует крупных выпусков в 2011 г. аналогичная ситуация с Удмуртией и Башкортостаном, а Челябинская область не выпускает рыночный долг. Выше, чем у Самарской области, кредитные рейтинги Москвы и ХМАО (эти регионы не планируют новых займов в нынешнем году), Татарстана и ЯНАО (не присутствующих на долговом рынке) и Санкт-Петербурга, которые проводит весьма консервативную политику заимствований. Остальные регионы, выходящие на рынок, хуже по кредитному качеству и размещают не слишком большие выпуски, не позволяющие обеспечить ликвидность рынку. Таким образом, качество и размер делают седьмой выпуск облигаций Самарской области потенциальным ориентиром для рынка. Практика поддержки региональных бюджетов федеральным правительством в период кризиса, улучшающееся положение как федерального, так и регионального бюджетов способствовали переоценке рисков и спредов по региональным облигациям по сравнению с докризисными уровнями.

Структура займа улучшает график выплат на следующие пять лет. Новый выпуск позволит полностью покрыть финансовые потребности региона в текущем году, а также повысить ликвидность областного бюджета в 2012 г. и улучшить график погашения долга в 2013–2016 гг. В 2013 и 2015 гг. будет амортизировано по 20% объема выпуска, а в 2014 г. – 40% для выравнивания графика обслуживания долга. Амортизационные выплаты в 2013–2016 гг. будут производиться преимущественно во II полугодии – наиболее благоприятном периоде с точки зрения наполнения бюджета. График амортизации учитывает выплаты по другим обязательствам области и позволяет избежать взрывных пиков погашений на весь период обращения новых облигаций с 2011 по 2016 г.г. Плавный график долговых выплат повышает качество управления долговой нагрузкой и дает дополнительные гарантии инвесторам.

Сохраняется потенциал для сужения спредов. Включение нового выпуска в ломбардный список ЦБ и котировальный лист «А» ММВБ, а также ожидаемые нами положительные рейтинговые действия в отношении региона будут способствовать снижению спреда к ОФЗ на 25–40 б.п. Высокая ликвидность и ограниченность предложения (в том числе и из-за ухода крупнейших эмитентов с рынка) привели к снижению спредов по всему спектру кредитного качества. Мы не ожидаем расширения рынка во II полугодии; более того, объем облигаций в обращении по итогам года может снизиться на 70–100 млрд руб. за счет превышения погашений и амортизаций над объемами новых выпусков. Эти факторы поддерживают спрос на ликвидные и качественные долговые инструменты даже в условиях более жесткой кредитно-денежной политики, ожидаемой до конца 2011 г.

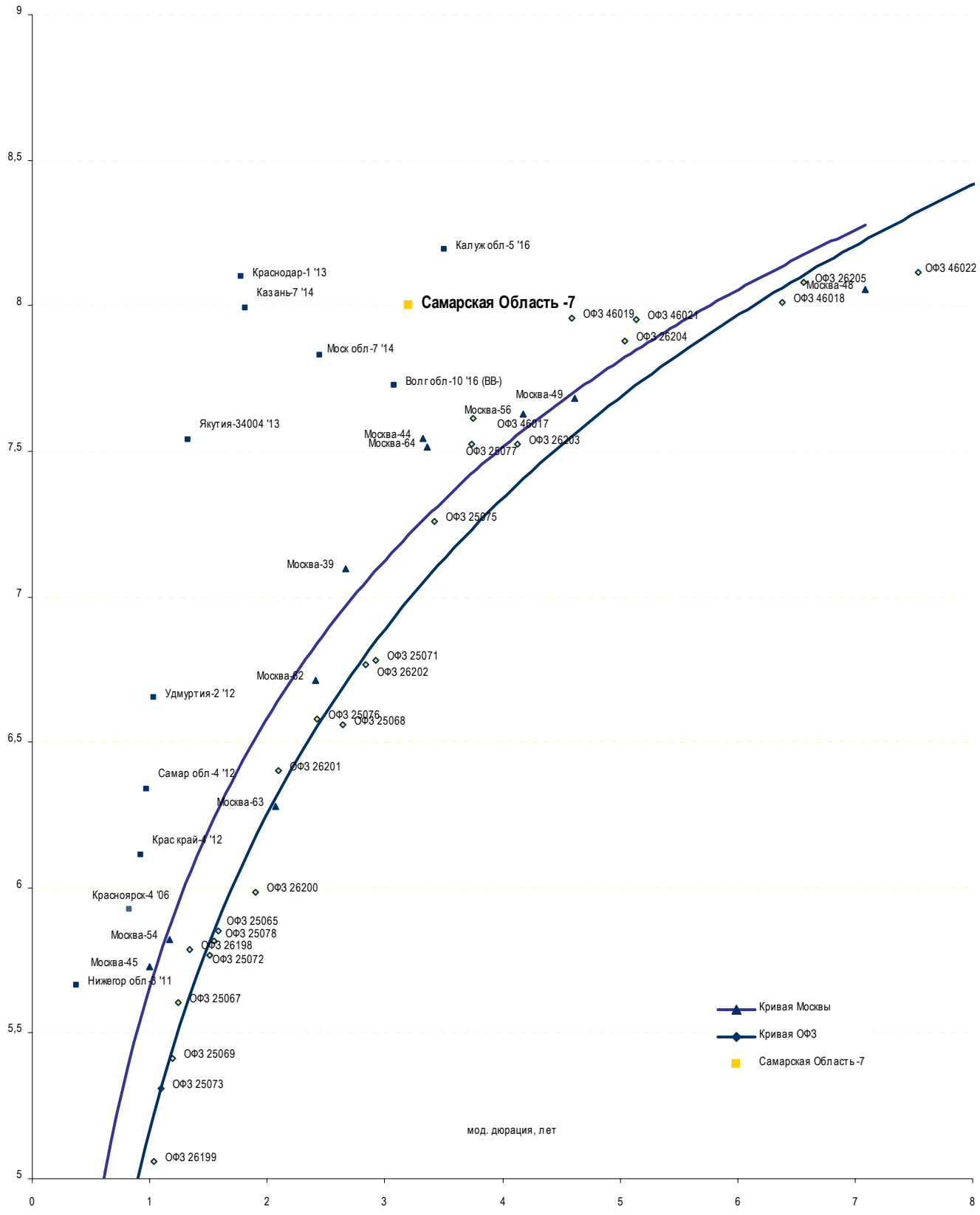
В обращении уже находятся четыре выпуска облигаций Самарской области, один из которых будет погашен в августе 2011 г.

Структура обращающихся выпусков Самарской Области

	Третий выпуск	Четвертый Выпуск	Пятый выпуск	Шестой выпуск
Объем эмиссии, млрд руб.	4 500	5 000	8 300	2 425
Объем бумаг в обращении, млрд руб.	4 500	5 000	7 055	2 425
			24.06.2010– 15%	12.08.2011– 25%
			23.06.2011– 40%	10.05.2013– 75%
			21.06.2012– 40%	
Погашение и амортизация	40 766	41 080	19.12.2013 – 5%	
Ставка купона	7,60%	6,98%	9,30%	15%
Периодичность выплаты купона	Квартальный	Квартальный	Квартальный	Квартальный
			Обеспечение по кредитам - Да (поправочный коэффициент = 0,9)	
			Обеспечение по сделкам прямого РЕПО - Да	
Рефинансирование в ЦБ РФ	Дисконт до 6 дней: 10,00%; 7-14 дней: нач. - 10,00%, мин. - 7,50%, макс. - 12,50%; 15-120 дней: 20,00%			

Источник: ЦБ РФ, Самарская область

Карта доходностей субфедеральных и муниципальных облигаций (ММВБ, 30.05.2011 г.)



Источник: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru

Управление торговли

Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru
Александр Глебов, glebovav@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlovaa@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Сонюшкина, sonyushkinada@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенкова, grischenkovane@uralsib.ru
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Надежда Мырсикова, myrsikovanv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Наталия Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevvm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru
Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2011