

УСПЕТЬ ДО БОЯ КУРАНТОВ

Три региона – Красноярский край, Свердловская область и Республика Коми – размещают новые облигационные займы

Три крупных региона выходят на рынок с новыми займами. В течение декабря ожидается выход на рынок трех крупных регионов с новыми облигационными займами. Конец года – традиционно горячее время для субфедеральных эмитентов, поскольку после Нового года боя курантов для проведения размещений потребуются заново регистрировать проспекты эмиссии в Минфине. Несмотря на то, что размещение проходит при неблагоприятной рыночной конъюнктуре, после существенного расширения спредов к ОФЗ и сжатия ликвидности мы не ожидаем значительных премий. Все три заемщика, и в первую очередь Красноярский край, могут позволить себе сократить объемы предложения в случае слишком высокой доходности. Новые выпуски рекомендуются для долгосрочных вложений, поскольку они не предлагают существенных премий ко вторичному рынку. Спреды менее качественных эмитентов обладают солидным потенциалом сужения в случае стабилизации ситуации на рынке, а их рейтинги могут быть повышены.

Бюджетная обеспеченность регионов продолжает расти. В этом году собираемость налога на прибыль и налог на доходы физических лиц, составляющих основу региональных бюджетов, выросла соответственно на 27% и 15% (по данным об исполнении бюджета за 9 месяцев 2011 г.). Большинство субъектов РФ закончат год с меньшим дефицитом, чем запланировано в их бюджетах, и, как следствие, потребности регионов в заемных средствах также сократились. В 2012 г. мы ожидаем номинального роста налоговых поступлений от НДС на 12% и налогов на прибыль и вмененный доход в пределах 15%. Вступившие в силу в 2011 г. изменения в налоговом законодательстве минимально затронули региональные бюджеты, поскольку относятся к социальным взносам, перечисляемым в федеральный бюджет. Рост бюджетных расходов, скорее всего, будет несколько ниже уровня инфляции (прогноз УРАЛСИБа – 7,2%).

При стабилизации рынка спреда указанных эмитентов сузятся меньше, чем у регионов с более низким кредитным качеством.

Все новые выпуски соответствуют критериям ломбардного списка ЦБ РФ, и после того, как они будут в него включены, мы ожидаем снижения их спредов на 25–40 б.п., чему также может способствовать общая стабилизация долгового рынка. Эмитенты не предлагают премии ко вторичному рынку – сопоставимые по дюрации и качеству с новым выпуском Красноярского края облигации Самарской области (BB+/Ba2/-), уже входящие в ломбардный список и котировальный список «А» на ММВБ, торгуются с доходностью 9,21%. Учитывая, что федеральное правительство продолжает оказывать регионам поддержку, в то время как налоговая база последних показывает положительную динамику, регионы с более низким кредитным качеством обладают более высоким потенциалом сужения спредов.

Красноярский край–5

Размещение	дек. 2011 г.
Погашение	дек. 2016 г.
Амортизация	2013 г. – 40%, 2014 г. – 30%, 2015 г. – 20%
Объем, млрд руб.	9,00
Купон	снижающийся
Дюрация, лет	2,26
Тип купона	полугодовой
Ориентир доходностей	9,5-10%
Справедливый спред, б.п.	180
Справедливая доходность, %	9,5

Источники: данные эмитента, оценка УРАЛСИБа

Свердловская область–1

Размещение	дек. 2011 г.
Погашение	дек. 2016 г.
Амортизация	2013 г. – 30%, 2014 г. – 30%, 2015 г. – 20%
Объем, млрд руб.	3,00
Купон	снижающийся
Дюрация, лет	2,50
Тип купона	квартальный
Ориентир доходностей	9,5-10%
Справедливый спред, б.п.	180
Справедливая доходность, %	9,5

Источники: данные эмитента, оценка УРАЛСИБа

Республика Коми–10

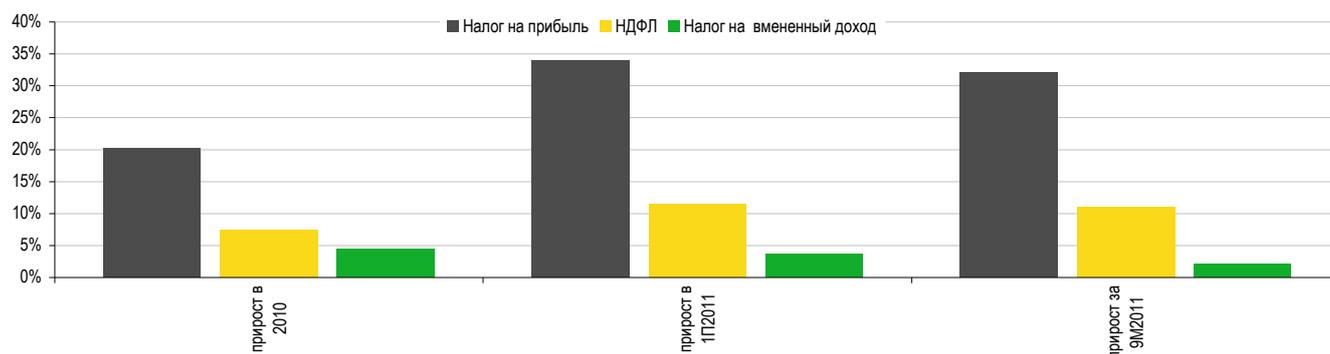
Размещение	дек. 2011 г.
Погашение	дек. 2016 г.
Амортизация	2014 г. – 40%, 2015 г. – 30%
Объем, млрд руб.	2,10
Купон	снижающийся
Дюрация, лет	3,10
Тип купона	полугодовой
Ориентир доходностей	9,5-10%
Справедливый спред, б.п.	190
Справедливая доходность, %	9,6

Источники: данные эмитента, оценка УРАЛСИБа

Успеть до боя курантов

Собираемость НДФЛ и налога на прибыль, являющаяся опорой региональных бюджетов, устойчиво растет

Прирост налоговых поступлений в бюджеты РФ



Источники: Федеральное Казначейство РФ, оценки УРАЛСИБа

При размещениях субфедеральных займов во 2 п/г 2011 г. спреды к ОФЗ существенно расширились

Размещения и объявленные размещения (ноябрь-декабрь 2011 г.)

Облигационный выпуск	Рейтинг эмитента (S&P / Moody's / Fitch)	Начало размещения	Объем эмиссии, млн. руб.	Дюрация выпуска, лет	Доходность размещения, %	Премия к ОФЗ, б.п.
Нижегородская область-7	- / Ba2 / B+	17.11.11	8 000	3,0	10,1	240
Костромская область-4	- / - / B+	24.11.11	4 000	2,6	11,5	400
Удмуртская Республика*	-/Ba1/BB+	1.12.11	2 000	2,5	9,8	210
Республика Карелия -14	- / - / BB-	2.12.11	1 000	2,5	10	230
Красноярский Край*	BB+/Ba2/BB+	6.12.11	9 000	2,3	9,5	180
Свердловская область 34001*	BB+ / - / -	13.12.11	3 000	2,5	9,5	180
Республика Коми*	-/Ba1/BB+	15.12.11	2 100	3,1	9,6	190

* ожидаемая доходность

Источники: эмитенты, оценка УРАЛСИБа

Промышленные регионы как правило имеют более высокую долю налога на прибыль в доходах

Исполнение бюджета за 9М 2011 г.

Регион	Рейтинг	Собственные доходы/Доходы	НП в доходах	НДФЛ в доходах
Свердловская область	-/BB/-	0,83	0,34	0,23
Коми	BB-/Ba2	0,80	0,37	0,20
Иркутская область	-/BB/-	0,75	0,36	0,18
Омская область	-/-/Ba2	0,70	0,21	0,17
Саратовская область	-/-/Ba2	0,66	0,26	0,18
Самарская область	-/BB+/Ba1	0,81	0,35	0,20
Красноярский край	BB+/BB+/Ba2	0,78	0,38	0,19
Башкортостан	-/BB+/-	0,74	0,28	0,16
Челябинская область	-/BB+/-	0,72	0,25	0,22
Саратовская область	-/-/Ba2	0,66	0,26	0,18
Белгородская область	-/-/Ba1	0,66	0,36	0,11
Ленинградская область	-/BB/-	0,79	0,35	0,19
Липецкая область	-/BB/-	0,78	0,40	0,16
Новосибирская область	BB/-/-	0,75	0,23	0,23
Саратовская область	-/-/Ba2	0,66	0,26	0,18

Источники: эмитенты, Минфин РФ, оценка УРАЛСИБа

Красноярский край (BB+/Ba2/BB+)

Самое высокое качество и максимальный объем

Красноярский край – один из крупнейших регионов России (2-е место по территории, 13-е место по населению, 10-е по ВРП, 12-е по ВВП на душу населения), донор федерального бюджета и один из главных сырьевых центров.

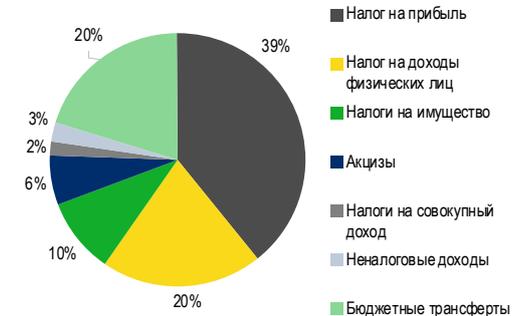
Регион хорошо обеспечен доходами. Край проводит достаточно консервативную долговую политику – после частичной амортизации облигационного займа в начале ноября, уровень долга составляет около 7% собственных доходов – значительно ниже, чем у сопоставимых по финансовому положению и промышленному потенциалу регионов. В будущем году Красноярскому краю предстоит погасить еще 4 млрд руб. по облигационному займу, а оставшуюся часть долга представляют гарантии, не требующие расходов на обслуживание, и льготный целевой бюджетный кредит на 0,5 млрд руб.

Долговая нагрузка останется низкой. После выпуска облигаций долг эмитента на конец 2011 г. составит около 15% от собственных доходов бюджета. Регион имеет хорошую перспективу повышения рейтинга, в первую очередь от Moody's. Красноярский край не испытывает острой нужды в дополнительных средствах, и в случае неблагоприятной конъюнктуры может сократить объем выпуска с заявленных 9 млрд руб. Мы ожидаем, что выпуск будет размещен по нижней границе ориентира доходности – 9,5%, или со спредом примерно в 180 б.п. к кривой ОФЗ.

Рейтинг может быть повышен. Радикальных изменений в финансовой политике региона не предвидится. Основной риск – снижение налоговых поступлений от нескольких крупных сырьевых предприятий, формирующих существенную часть бюджетных доходов. Если нынешние тенденции в сфере сбора налогов сохранятся, кредитный рейтинг Красноярского края может быть повышен.

Структура доходов Красноярского края

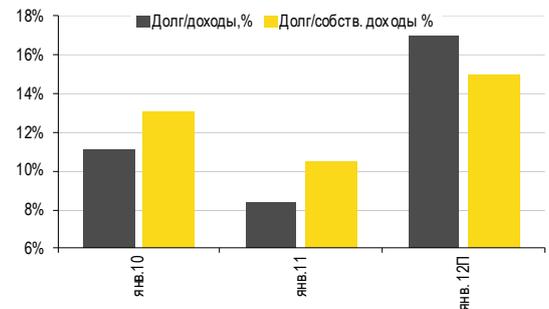
Бюджет 2011



Источники: эмитент, оценка УРАЛСИБа

Долговая нагрузка остается низкой

Динамика долговой нагрузки 2010-2012 гг.



Источники: эмитент, оценки УРАЛСИБа

Край предпочитает рыночные инструменты

Структура госдолга на 01.10.2011



Источники: эмитент, оценки УРАЛСИБа

Доля федеральных трансфертов сокращается

Структура доходов бюджета Красноярского края 2009-2011 гг.

Доходы бюджета	2009		2010		2011П	
	млн руб.	доля, %	млн руб.	доля, %	млн руб.	доля, %
Налог на прибыль	18 616	15,0	56 408	41,4	47 966	37,8
Налог на доходы физических лиц	28 920	23,3	24 191	17,8	25 084	19,7
Налоги на имущество	9 732	7,8	10 079	7,4	11 971	9,4
Акцизы	4 227	3,4	6 214	4,6	7 743	6,1
Налоги на совокупный доход	1 463	1,2	1 893	1,4	2 013	1,6
Прочие налоговые доходы	4 307	3,5	4 142	0,0	4 319	0,0
Неналоговые доходы	2 510	2,0	3 790	2,8	3 182	2,5
Бюджетные трансферты	54 586	43,9	29 538	21,7	24 769	19,5
Всего доходов	124 362		136 254		127 047	

Источники: эмитент, оценка УРАЛСИБа

Свердловская область (ВВ/-/-)

Доходность дебютного выпуска Свердловской области будет умеренной

Свердловская область – также один из крупнейших регионов России (5-е место по населению, 6-е по ВРП, 23-е по ВВП на душу населения), донор федерального бюджета и один из ключевых промышленных центров. До 2009 г. область проводила крайне консервативную финансовую политику, поддерживая долг на уровне около 2% собственных доходов, причем преимущественно представленного государственными гарантиями.

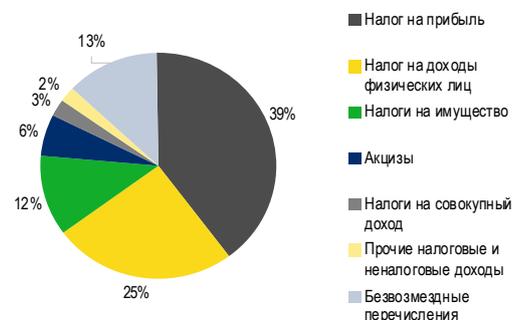
Область начала резко наращивать долг с 2009 г. Экономический кризис, провал в доходах бюджета, а также резкое увеличение расходов на инфраструктуру после назначения нового губернатора в конце 2009 г. привели к росту долга до 10% собственных доходов в 2009–2010 гг. В этом году резко увеличились объемы государственных гарантий, а дефицит по итогам года запланирован на уровне 8,9% расходов, что превышает средние значения для регионов-доноров.

Несмотря на быстрый рост, долговая нагрузка по-прежнему низкая. Даже после выпуска облигаций и привлечения банковских кредитов долг области на конец 2011 г. составит менее 20% от собственных доходов бюджета. Мы ожидаем новых заимствований на рынке облигаций в 2012 г. с целью финансирования инфраструктурных проектов и замещения бюджетных кредитов. Следует отметить, что часть госгарантий области выдана под облигационные займы, например Ренова-СтройГруп.

Справедливая доходность 9,5%. Несмотря на более низкий рейтинг, чем у Красноярского края, меньший объем выпуска Свердловской области также допускает возможность размещения в меньшем объеме по нижней границе ориентира доходности, что составит 9,5%, или со спредом примерно 180 б.п. к кривой ОФЗ.

В доходах области доминируют налог на прибыль и НДФЛ

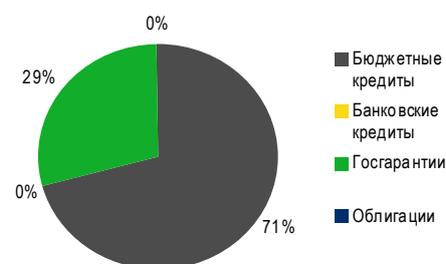
Структура бюджета 2011 г.



Источники: эмитент, оценки УРАЛСИБа

Область не имеет рыночного долга

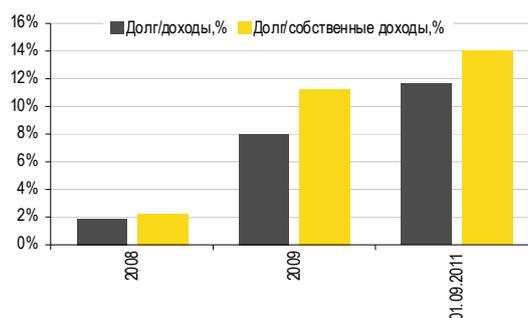
Госдолг Свердловской области на 01.10.2011



Источники: эмитент, оценки УРАЛСИБа

Быстрый рост с низкой базы

Отношение госдолга Свердловской области к доходам



Источники: эмитент, оценки УРАЛСИБа

Обеспеченность бюджета налоговыми поступлениями остается высокой

Основные параметры бюджета Свердловской области

	2009		2010		2011П	
	млн руб.	доля, %	млн руб.	доля, %	млн руб.	доля, %
Доходы бюджета	103 324		120 722		141 901	
Собственные доходы	73 116	70,8	96 283	79,8	123 557	87,1
Налоговые доходы	71 354	69,1	94 599	78,4	121 353	85,5
Неналоговые доходы	1 763	1,7	1 684	1,4	2 204	1,6
Бюджетные трансферты	30 208	29,2	24 439	20,2	18 344	12,9
Расходы (всего)	103 731		117 370		154 006	
Профицит/дефицит (-)	(407)	0,4	3 352	2,9	(12 105)	7,9

Источники: эмитент, оценка УРАЛСИБа

Республика Коми (-/Ba2/BB+)

Самый длинный выпуск среди региональных размещений во 2 п/г 2011 г.

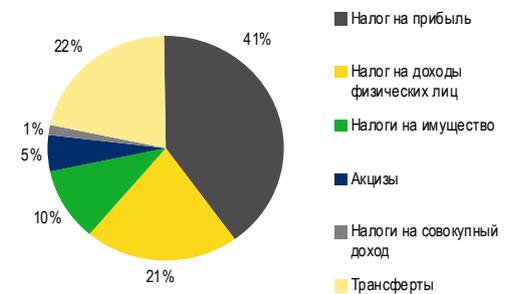
Республика Коми имеет сильную экономику, основу которой составляют добыча нефти, газа и угля. В 2009 г. ВРП региона на душу населения превышал среднее значение по России на 40%. В период кризиса в 2009 г. ВРП Республики Коми снизился на 1,5%, тогда как в среднем по стране падение составило 7,6%, что подтверждает устойчивость регионального хозяйства. Бюджет республики на 77% обеспечен собственными доходами и такое положение, скорее всего, сохранится в 2012–2013 гг.

Хорошая бюджетная обеспеченность. Бюджет республики на 77% обеспечен собственными доходами, бюджет последних двух лет выполняется с профицитом и такое положение, скорее всего, сохранится в 2012–2013 гг. Госдолг Коми представлен исключительно облигациями и федеральными бюджетными кредитами.

Справедливая доходность 9,6% годовых. Находящиеся в обращении выпуски Республики Коми не слишком ликвидны. Облигационные займы региона с дюрацией 2,8 года торгуются с дисконтом в 15–20 б.п. к облигациям Самарская область-7 (BB+/Ba1/-), которые более ликвидны и немного короче по дюрации, при этом их эмитент отличается более высоким кредитным качеством. Мы полагаем, что справедливая доходность нового выпуска составит 9,6% годовых.

Налог на прибыль – главный источник доходов

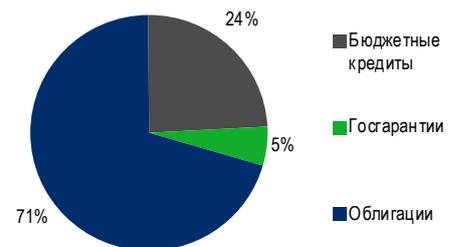
Исполнение бюджета за 9М 2011



Источники: эмитент, оценки УРАЛСИБа

В структуре долга доминируют облигации

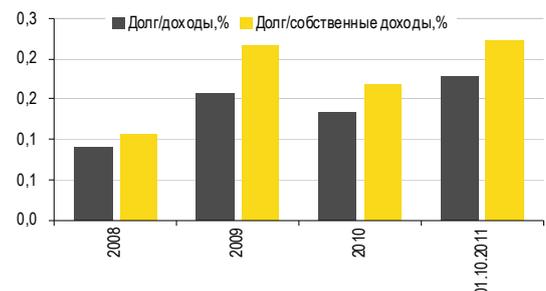
Госдолг Республики Коми на 01.10.2011 г.



Источники: эмитент, оценка УРАЛСИБа

Долг региона с 2008 г. существенно вырос

Соотношение госдолга и доходов Республики Коми



Источники: эмитент, оценка УРАЛСИБа

Бюджет области уже второй год подряд планируется исполнить с профицитом

Структура бюджета Республики Коми в 2009-2011 г.

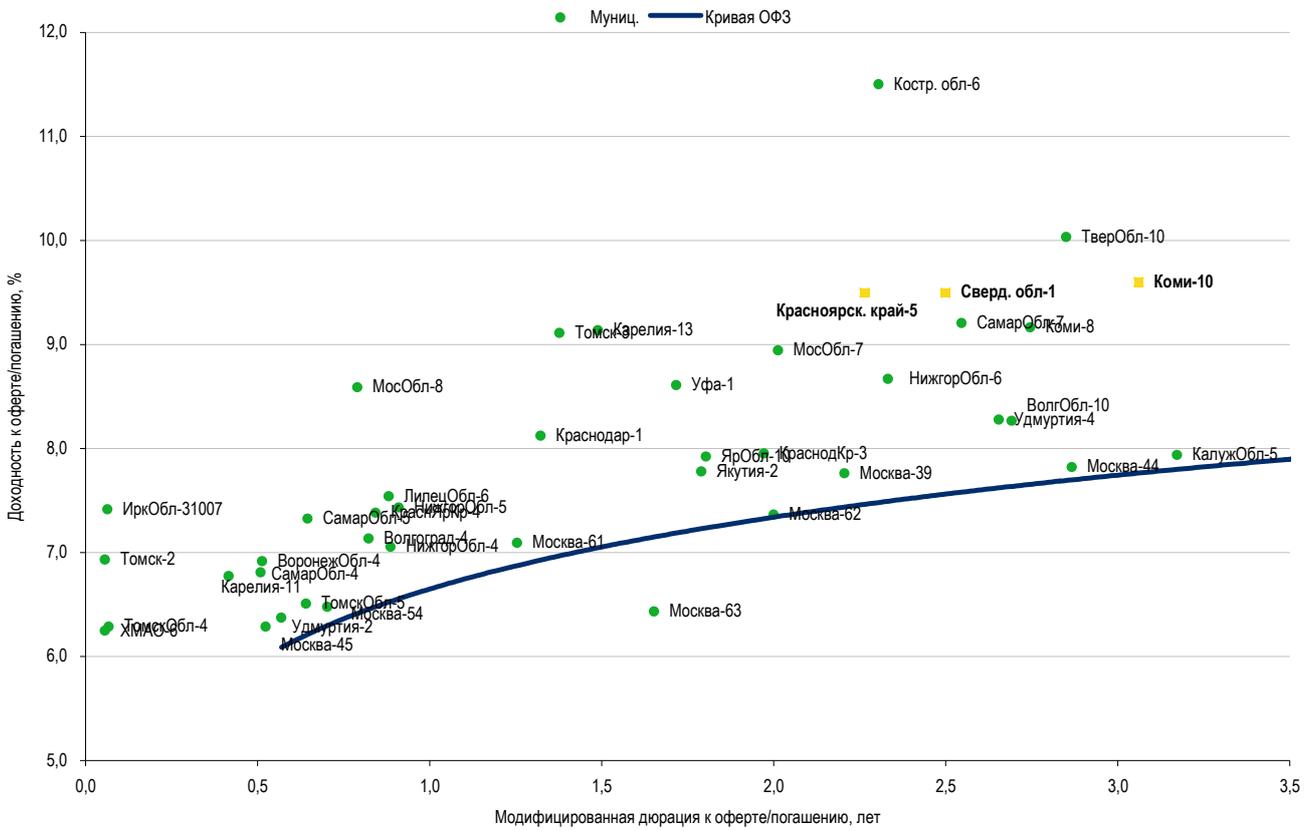
	2009		2010		2011П	
	млн руб.	доля, %	млн руб.	доля, %	млн руб.	доля, %
Доходы бюджета	36 557		39 910		40 519	
Собственные доходы	26 594	72,7	32 011	0,802	33 277	82,1
Налоговые доходы	26 133	71,5	29 524	0,740	31 565	77,9
Неналоговые доходы	461	1,3	2 487	0,062	(31 565)	4,2
Бюджетные трансферты	9 963	27,3	7 899	0,198	7 241	17,9
Расходы (всего)	38 011		38 549		39 654	
Профицит/дефицит (-)	(1 454)	3,8	1 361	0,035	865	2,2

Источник: эмитент, оценка УРАЛСИБа

Успеть до боя курантов

Новые выпуски предлагают минимальную премию к вторичному рынку

Карта доходностей субфедеральных облигаций на 30.11.2011 (с учетом объявленных размещений)



Источники: ММВБ, оценки 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

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
Александр Доткин, dotkinas@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@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 Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru
Ольга Степаненко, stepanenkkooa@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 Мырсыкова, myrsikovann@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru
Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

Макроэкономика

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

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Банки

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

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Николай Дьячков, dyachkovna@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

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

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru
Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Английский язык

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

Потребительский сектор/Недвижимость

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

Редактирование/Перевод

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@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
Алексей Смородин, smorodinay@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