

# СУБФЕДЕРАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Высокая активность в конце 2011 г.,  
непростое начало 2012 г.



Обзор региональных финансов

Анализ долговых инструментов

**Июнь 2012**

## Субфедеральные облигации

Высокая активность в конце 2011 г., непростое начало 2012 г.

### *Обзор региональных финансов*

Инвестиционное резюме.....	3
В налоговой и бюджетной политике ожидаются перемены.....	5
Обзор регионов	
Костромская область .....	16
Красноярский край.....	18
Москва .....	20
Московская область .....	22
Нижегородская область .....	24
Самарская область.....	26
Свердловская область.....	28
Удмуртская Республика .....	30
Якутия (Республика Саха).....	32

## ВЫСОКАЯ АКТИВНОСТЬ В КОНЦЕ 2011 Г., НЕПРОСТОЕ НАЧАЛО 2012 Г.

### Обзор региональных финансов

**Неравномерность доходов региональных бюджетов вызывает беспокойство.** На смену положительным процессам 2011 г. пришла неопределенность. Сборы налогов в 2011 г. значительно выросли, даже несмотря на то, что доходы населения увеличивались медленнее, чем предусматривали планы большинства региональных администраций. На фоне устойчивого экономического роста, а также повышения пенсий и заработных плат (в том числе в бюджетном секторе) сборы по налогу на прибыль и налогу на доходы физических лиц, формирующих основу региональных бюджетов, по итогам года выросли на 28% и 16% соответственно. При этом ужесточение контроля над расходами со стороны федерального центра вкупе с рекордно низкой инфляцией в 2011 г. позволило региональным властям удержать расходы в пределах утвержденных ассигнований.

#### Бюджетная и налоговая политика пока останется прежней...

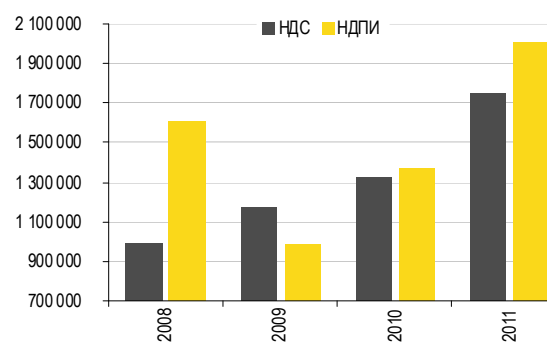
Несмотря на объявленный в конце прошлого года курс на децентрализацию и возвращение выборов губернаторов (хотя и с существенными «фильтрами» на разных уровнях избирательного процесса), выполнение программы на практике находится под вопросом. С конца декабря было замещено (досрочно и в плановом порядке) 20 глав администрации регионов, и выборы до конца 2012 г., скорее всего, пройдут в четырех регионах, где кандидаты от правящей партии имеют наилучшие шансы на победу. Мы ожидаем сохранения жесткого контроля над регионами со стороны федеральных властей в ближайшие годы, тогда как активное обсуждение возможных изменений в налоговой политике, в том числе в отношении регионов, вряд ли приведет к немедленным результатам.

**...а дифференциация бюджетных и долговых стратегий регионов продолжится.** Опытные и качественные заемщики с длинной кредитной историей и преимущественно рыночным долгом проводят политику поддержания его постоянного уровня при снижении доли долга относительно собственных доходов (см. врезку «Самарская область»). Регионы, нарастившие свой государственный долг в период кризиса, в основном за счет банковских кредитов, активно работают над улучшением структуры и повышением качества долга (см. врезку «Костромская область»). Существует и группа регионов, избегавших заимствований на долговом рынке, но уже осваивающая привлечение заемных ресурсов (врезка «Свердловская область»). В 2012 г. после четырехлетнего перерыва новый заем разместила Липецкая область, не исключено возвращение на рынок отсутствовавших на нем длительное время Белгородской и Тульской областей.

**После улучшения конъюнктуры отдельные регионы могут выступить лучше ОФЗ.** В течение декабря 2011 г. – 1 кв. 2012 г. доходности по субфедеральным облигациям снизились на 100–200 б.п., однако в апреле–мае 2011 г. существенно выросли, также расширились их спреды к ОФЗ. Ввиду относительной узости рынка и низкой ликвидности многих эмитентов мы ожидаем движения субфедеральных бумаг в целом в унисон с ОФЗ. Однако возможны исключения. В первую очередь это ликвидные и качественные выпуски, такие как Красноярский край-5, Свердловская область-1, (мы оцениваем потенциал сужения спреда в 50–60 б.п.). Во-вторых, это облигации Костромская область-6, доходность которых существенно выросла за последнее время (по нашей оценке, потенциал сужения спреда составляет 80 б.п.). Относительно ликвидные облигации других регионов находятся на справедливых уровнях. К настоящему отчету прилагаются обзоры по регионам, облигации которых являются наиболее ликвидными в сегменте субфедерального долга.

#### "Федеральный" НДС...

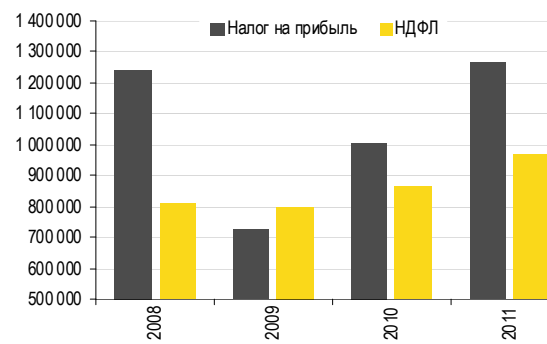
Сборы НДС и НДСПИ в 2008–2011 гг. (млн руб.)



Источники: Федеральное казначейство

#### ...менее цикличен чем "региональный" НП

Сборы НП и НДСПИ в 2008–2011 гг. (млн руб.)

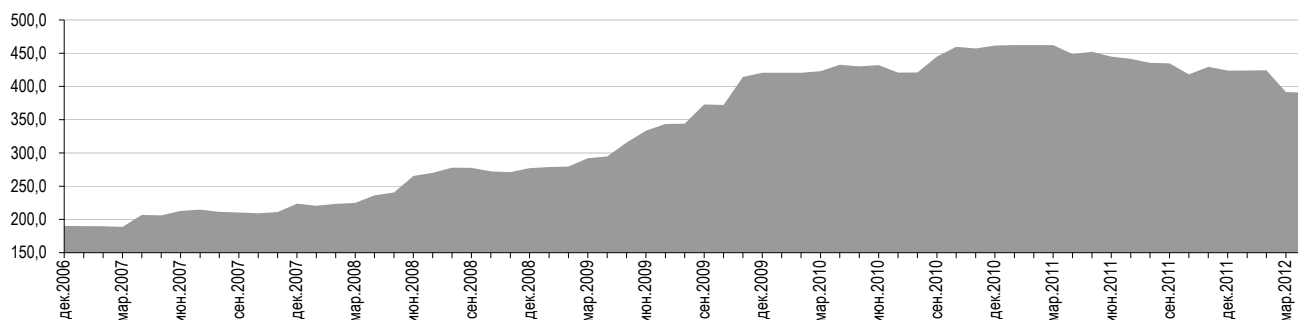


Источники: Федеральное казначейство

Высокая активность в конце 2011 г., непростое начало 2012 г.

**Объем субфедеральных облигаций в обращении**

млрд руб., 2007–2012 гг.



Источники: Cbonds.ru

**Вероятно повышение активности эмитентов на первичном рынке.** В период кризиса доступность федеральных бюджетных кредитов побуждала регионы использовать эти ресурсы не только для финансирования бюджетного дефицита, но и для замещения погашаемых облигаций, что привело к существенному сокращению объемов предложения на первичном рынке. В 2011 г. суммарный объем выпущенных субфедеральных облигаций составил 54 млрд руб., что на 32% больше, чем в 2010 г. В утвержденных бюджетах на 2012 г. субъекты федерации запланировали размещения облигаций на 119 млрд руб. Исторически реальные размещения составляют около 60% запланированного объема, и поэтому при восстановлении благоприятной рыночной конъюнктуры мы вправе ожидать существенного увеличения предложения субфедерального долга в 2012–2013 гг. по сравнению с периодом 2009–2011 гг.

**Рынок субфедеральных облигаций продолжает оставаться сезонным**

Данные о первичных размещениях субфедеральных облигаций

	Рейтинг (S&P / Moody's / Fitch)	Дата размещения	Объем, млн руб.	Дюрация, лет	Доходность, % годовых
Ярославская обл.	- / - / ВВ-	19.04.11	1 822	2,5	7,43
Волгоградская обл.	ВВ- / - / -	11.05.11	3 000	3,4	7,78
Республика Саха (Якутия)	ВВ- / - / ВВ	20.05.11	2 500	3,6	7,80
Калужская обл.	- / - / ВВ-	26.05.11	2 500	3,8	8,44
Самарская обл.	ВВ+ / Ва1 / -	08.06.11	12 200	3,2	7,70
Чувашия	- / Ва2 / -	15.06.11	1 000	2,7	7,48
Краснодар	- / Ва2 / -	10.11.11	1 100	2,0	9,20
Нижегородская обл.	- / Ва2 / В+	17.11.11	8 000	3,0	10,10
Костромская обл.	- / - / В+	24.11.11	2 125	2,6	11,50
Удмуртская республика	- / Ва1 / ВВ+	01.12.11	2 000	3,2	10,41
Республика Карелия	- / - / ВВ-	02.12.11	1 000	2,5	10,15
Красноярский край	ВВ+ / - / ВВ+	06.12.11	9 000	2,3	9,48
Свердловская обл.	ВВ / - / -	13.12.11	3 000	2,5	9,50
Республика Коми	- / Ва2 / ВВ+	15.12.11	2 100	3,1	9,50
Вологодская обл.	В+ / Ва2 / ВВ	21.12.11	2 510	2,9	11,08
Казань	- / - / В+	28.12.11	2 000	3,6	8,25
Волгоградская обл.	- / - / ВВ-	04.05.12	5 000	2,7	8,98
Республика Саха (Якутия)	ВВ / - / ВВ+	17.05.12	2 500	3,2	8,99
Липецкая обл.	ВВ / - / -	1.6.12	1 110	2,7	9,25
Среднее значение за 2011-2012 гг.			3 400	2,9	

Источники: данные эмитентов, Cbonds.ru

## В НАЛОГОВОЙ И БЮДЖЕТНОЙ ПОЛИТИКЕ ОЖИДАЮТСЯ ПЕРЕМНЫ. СКОРЕЕ ВСЕГО, ПОСТЕПЕННЫЕ

**Впечатляющий рост доходов региональных бюджетов в 2011 г.** Сборы налогов в 2011 г. значительно выросли, даже несмотря на то, что доходы населения увеличивались медленнее, чем предусматривали планы большинства региональных администраций. На фоне устойчивого экономического роста, а также повышения пенсий и заработных плат (в том числе в бюджетном секторе) сборы по налогу на прибыль и налогу на доходы физических лиц, формирующих основу региональных бюджетов, по итогам года выросли на 28% и 16% соответственно. Большинство регионов закончили год с существенно меньшим дефицитом по сравнению с первоначально запланированным. Следует отметить, что около 67% агрегированного профицита приходится всего на пять субъектов РФ (Москва, Санкт-Петербург, Тюменская область и ее составные части – ХМАО и ЯНАО), а у четверти регионов поступления от налога на прибыль в 2011 г. упали. При этом ужесточение контроля над расходами со стороны федерального центра вкпе с рекордно низкой инфляцией в 2011 г. позволила региональным властям удержать расходы в пределах утвержденных ассигнований.

### Число профицитных регионов в 2011 г. продолжило сокращаться

Дефициты (профициты) бюджетов отдельных регионов в 2010–2011 гг., млн руб.

	2010	2011
Башкортостан	(3 459)	(4 508)
Белгородская область	(1 348)	(1 926)
Волгоградская область	(2 209)	(6 921)
Вологодская область	(7 049)	(7 180)
Калужская область	(2 454)	(2 105)
Коми	1 361	(1 666)
Костромская область	(2 259)	(1 122)
Краснодарский край	(10 819)	(8 348)
Красноярский край	7 098	(2 923)
Ленинградская область	2 574	242
Липецкая область	(1 404)	(1 748)
Москва	20 085	81 273
Московская область	15 827	25 487
Нижегородская область	(8 227)	(5 312)
Самарская область	(971)	(9 345)
Санкт-Петербург	(11 125)	(4 530)
Свердловская область	3 352	(6 370)
Татарстан	(8 926)	(6 592)
Тверская область	(2 886)	(4 944)
ХМАО	286	7 653
Чувашия	(2 106)	462
Якутия	3 581	3 198

Источники: Федеральное казначейство

**Непростой 1 кв. 2012 г.** В 1 кв. 2012 г. федеральные трансферты продемонстрировали опережающий рост относительно уровня годичной давности по сравнению с налоговыми сборами. Согласно данным Федерального казначейства об исполнении региональных и местных бюджетов РФ за 1 кв. 2011 г., трансферты из федерального бюджета (+18% год к году) и расходы (+20%) превысили доходы по динамике. Так, сборы по налогу на прибыль выросли на 2% год к году, НДФЛ – на 15%, а доходы регионов увеличились лишь на 7%. Дополнительное беспокойство вызывает тот факт, что в 1 кв. 2012 г. темпы роста доходов и поступлений от налога на прибыль в регионах, в структуре экономики которых преобладают предприятия нефтегазового и металлургического секторов, а также Москве и Санкт-Петербургу оказались ниже средних по стране. Рост трансфертов наблюдается не только в регионах, получающих финансирование для подготовки крупных международных мероприятий (Татарстан и Краснодарский край), но также в Красноярском крае и Вологодской области.

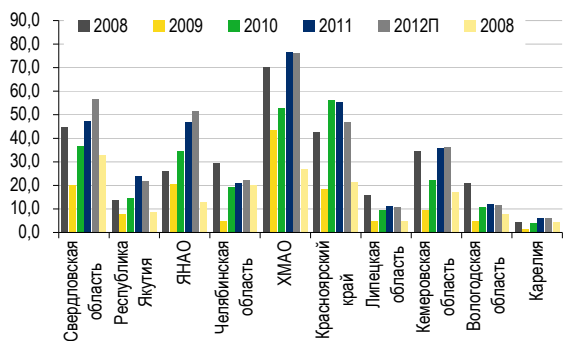
**Регионы опираются на более циклические налоги.** Основу региональных бюджетов составляют два крайне циклических налога (на прибыль и на доходы физических лиц), что существенно увеличивает риски для регионов в случае ухудшения финансового положения ключевых для них отраслей промышленности или добывающих производств. Например, непростое положение металлургических предприятий чревато падением сборов по НДФЛ в бюджетах Свердловской, Липецкой, Кемеровской и Вологодской областей. В случае длительного спада может повториться кризисная ситуация 2008–2010 гг.: сборы по налогу на прибыль в «металлургических» регионах в 2009 г. упали в четыре–пять раз по сравнению с 2008 г. и еще не во всех регионах они уже восстановились до предкризисных значений, например в Липецкой и Вологодской областях доходы от налога на прибыль в 2011 г. составляли 71% и 56% от докризисных максимумов соответственно. В 2009 г. налоговые поступления региональных бюджетов следовали за динамикой цен на сырье с лагом пример-

Высокая активность в конце 2011 г., непростое начало 2012 г.

но в шесть месяцев для регионов с высокой долей в ВРП (валовом региональном продукте) металлургии и около трех месяцев для регионов, зависимых от рынка нефти и газа. Сборы по НДС менее цикличны и быстро реагируют на меры поддержки доходов населения, но в условиях кризиса темпы их роста также снижаются. При этом «дыры» в расходах регионов, у которых велика доля социальных программ, «затыкались» за счет средств федерального бюджета.

### Поступления от НП в сырьевых регионах

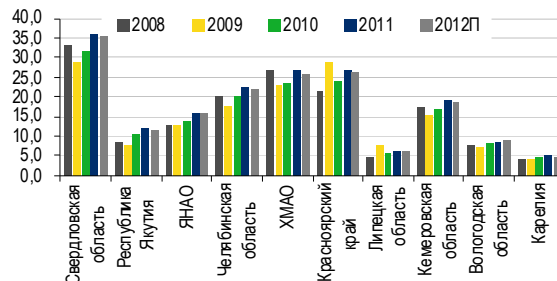
млрд руб., 2008–2012П



Источники: Федеральное казначейство, бюджеты регионов

### Поступления от НДС в сырьевых регионах

млрд руб., 2008–2012П



Источники: Федеральное казначейство, бюджеты регионов

**Обещание снизить федеральную поддержку может быть скорректировано в середине года.** Начиная с 2010 г. Минфин и Правительство России проводят политику постепенного сокращения прямой нецелевой поддержки регионов и планомерного погашения регионами льготных бюджетных кредитов, выданных в 2008–2009 гг., при этом выдача новых кредитов отныне допускается лишь в чрезвычайных ситуациях либо ограничена целью развития инфраструктуры. С учетом более жесткой позиции федерального Минфина планы большинства регионов этот год предусматривают снижение федеральной поддержки. Мы не исключаем, что в свете обещанного во время предвыборной кампании увеличения ассигнований на социальные расходы, которые в подавляющем большинстве случаев осуществляются за счет региональных бюджетов, возможна массовая коррекция бюджетов, в том числе в контексте продления сроков выплаты федеральных бюджетных кредитов. Однако возможности для увеличения прямых трансфертов регионам у федеральных властей сейчас стали более ограниченными, поэтому ассигнования, по всей видимости, будут наращиваться точечно, а регионы с высоким кредитным качеством и умеренной долговой нагрузкой, как ожидается, будут привлекать средства на рыночных условиях.

**Регионы не скоро почувствуют на себе последствия изменений, внесенных в налоговое законодательство.** Вступившие в силу в этом году поправки в налоговое законодательство минимально затронули региональные бюджеты (немного расширены полномочия регионов по распоряжению НДС, увеличена доля в поступлениях от акцизов), поскольку относятся к налогам и сборам, преимущественно направляемым в федеральный бюджет. Проекты бюджетной децентрализации, введения налогов с продаж, перевода части доходных статей бюджета на региональный уровень, введения «единой субсидии» для регионов (вместо множества субсидий, субвенций и дотаций с различным статусом и сложностями в распоряжении) пока находятся в стадии первичной разработки и, возможно, будут реализованы только с 2013 г. Мы полагаем, что заявленная децентрализация будет проходить медленно, а федеральные органы власти будут очень аккуратно ограничивать контроль над финансовыми потоками регионов.

Высокая активность в конце 2011 г., непростое начало 2012 г.

### Роль безвозмездных перечислений выше в "точках развития"

Данные за 2011 г.

	Доходы, млрд руб.	НП, млрд руб.	НДФЛ, млрд руб.	Трансферты, млрд руб.	Собств. доходы, %	НП, %	НДФЛ, %	Расходы, млрд руб.	(Дефицит) / Профицит, %
Белгородская область	67	26	8	21	69	38	12	69	(2)
Волгоградская область	60	16	10	18	70	27	16	67	(7)
Вологодская область	39	12	9	11	73	31	22	47	(7)
Калужская область	33	6	7	11	67	19	22	36	(2)
Костромская область	17	2	3	8	54	14	18	19	(1)
Краснодарский край	168	34	32	67	60	20	19	177	(8)
Красноярский край	144	55	27	32	78	38	19	147	(3)
Ленинградская область	62	21	12	12	80	35	20	61	0
Липецкая область	33	11	6	8	74	34	19	34	(2)
Москва	1 480	567	480	161	89	38	32	1 399	81
Московская область	273	88	72	39	86	32	26	248	25
Нижегородская область	96	26	23	25	74	26	23	102	(5)
Республика Башкортостан	108	30	19	28	74	28	17	113	(5)
Республика Коми	47	16	10	10	79	35	22	49	(2)
Республика Татарстан	163	49	23	60	63	30	14	170	(7)
Республика Якутия	115	24	12	54	53	21	10	111	3
Самарская область	104	36	23	18	83	35	22	113	(9)
Санкт-Петербург	400	110	119	37	91	27	30	404	(5)
Свердловская область	140	47	36	22	84	34	26	146	(6)
Тверская область	40	6	8	13	68	15	20	45	(5)
ХМАО	157	77	27	14	91	49	17	150	8
Чувашия	31	5	5	15	53	16	15	30	0
<b>Всего, млрд руб.</b>	<b>3 777</b>	<b>1 265</b>	<b>969</b>	<b>683</b>				<b>3 735</b>	

Источники: Федеральное казначейство, оценки УРАЛСИБ Кэпитал

#### СВЕРДЛОВСКАЯ ОБЛАСТЬ: УПРАВЛЕНИЕ РИСКАМИ ДЛЯ УСПЕШНОГО РАЗВИТИЯ

**Доходы региона сильно зависят от экономического цикла.** Свердловская область – один из крупнейших регионов России (5-е место по населению, 6-е по ВРП, 23-е по ВРП на душу населения), донор федерального бюджета и один из ключевых промышленных центров. До 2009 г. область проводила крайне консервативную финансовую политику, подерживая долг на уровне около 2% собственных доходов, причем преимущественно представленного государственными гарантиями. Низкая долговая нагрузка помогла области пережить резкое падение собственных доходов в 2008–2009 гг. без катастрофических последствий, в основном за счет получения федеральных бюджетных кредитов.

**После выхода из кризиса область продолжает наращивать долг.** На финансовом положении региона сказались не только экономический кризис и связанный с ним провал в доходах бюджета, но и резкое увеличение расходов на инфраструктуру после назначения новой администрации в конце 2009 г. Долг вырос до 10% собственных доходов к концу 2011 г. и составил около 18% собственных доходов бюджета после выпуска облигаций и привлечения банковских кредитов в конце 2011 г. Бюджет остается дефицитным даже после восстановления налоговых поступлений. Назначенная 15 мая новая администрация, скорее всего, свернет некоторые инициативы предыдущего губернатора, но с высокой вероятностью будет вынуждена наращивать социальные расходы. Как следствие, мы ожидаем от эмитента новых выпусков в 2012 г. с целью финансирования инфраструктурных проектов и замещения бюджетных кредитов. Отметим, что часть госгарантий области выдана под облигационные займы, например Группы РСГ.

**Если регион не пойдет добровольное ограничение объемов долга и оптимизацию его структуры, его могут ожидать трудности.** Возросший долг создаст проблемы для устойчивости областного бюджета в случае нового удара по доходам. Хотя область, будучи многонаселенной и значимой, может рассчитывать на федеральную поддержку, на наш взгляд, ей необходимо повышать предсказуемость долговой политики. Более жесткие ограничения на размер долга (по аналогии с Самарской областью) по сравнению с требованиями федерального законодательства и замещение федеральных бюджетных кредитов более длинными заимствованиями будет способствовать поддержанию кредитного рейтинга даже при росте долговой нагрузки.

Высокая активность в конце 2011 г., непростое начало 2012 г.

### Структура долга регионов достаточно разнообразна

Структура и объем долга крупнейших регионов РФ, 2011 г.

	Облигации, %	Банковские кредиты, %	Гарантии, %	Бюджетные кредиты, %	Всего (млрд. руб)
Башкортостан	-	33	5	62	12
Белгородская область	8	22	43	27	20
Волгоградская область	36	35	7	21	16
Вологодская область	10	37	25	28	26
Калужская область	23	21	30	25	16
Коми	67	10	4	18	8
Костромская область	37	38	-	25	9
Краснодарский край	10	34	3	53	40
Красноярский край	77	-	17	6	17
Ленинградская область	26	-	49	25	5
Липецкая область	10	56	8	25	8
Москва	75	7	1	17	234
Московская область	39	21	1	40	106
Нижегородская область	39	34	2	24	38
Самарская область	67	-	4	28	34
Санкт-Петербург	35	65	-	-	9
Свердловская область	15	18	31	36	20
Татарстан	-	-	25	75	80
Тверская область	55	35	4	6	13
ХМАО	100	-	-	-	100
Чувашия	31	23	19	27	9
Якутия	49	-	38	13	16

Источники: Минфин РФ

### Регионы начинают оптимизировать структуру госдолга.

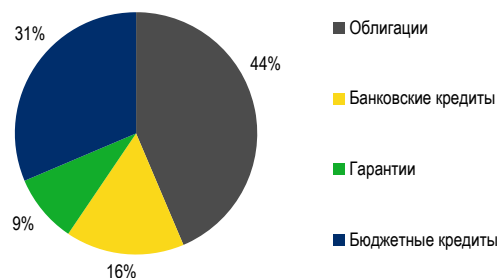
Ввиду доступности федеральных бюджетных кредитов, выдаваемых по льготным ставкам (от ¼ до ½ ставки рефинансирования ЦБ РФ), в период кризиса регионы стали не только к использовать их для финансирования бюджетного дефицита, но также замещать ими погашаемые облигации, что привело к существенному сокращению объемов предложения региональных облигаций на первичном рынке. В 2011–2012 гг., регионы вновь начали рассматривать облигационные займы как основной источник формирования госдолга. В частности Костромская область, Республика Коми, Волгоградская область частично заместили банковские кредиты новыми облигационными займами, удлинив свой долг и снизив будущие риски рефинансирования.

### Москва и Московская область – исключение из правил.

Начиная с прошлого года Москва не только перестала выходить на первичный рынок заимствований, но и приступила к активной скупке своего долга с рынка. При наличии значительных остатков на счетах и резком сокращении «нефедеральных» инвестиционных программ новой администрацией с 2010 г. наращивание долга представляется маловероятным. Пока бюджет исполняется с существенным профицитом, мы ожидаем сокращения долга города за счет погашений. Московская область также сокращала долговую нагрузку благодаря росту доходов и постепенному погашению обязательств, созданных в 2005–2009 гг. Мы ожидаем продолжения этой политики, в течение как минимум ближайшего года. Рейтинги Москвы ограничены суверенным потолком и, скорее всего, будут двигаться вслед за ним. По мере преодоления последствий финансового кризиса Московская область, учитывая сохраняющийся профицит бюджета и новую администрацию, может рассчитывать на повышение кредитных рейтингов на одну или две ступени.

### Облигации и бюджетные кредиты доминируют в структуре регионального долга

На 01.04.2012



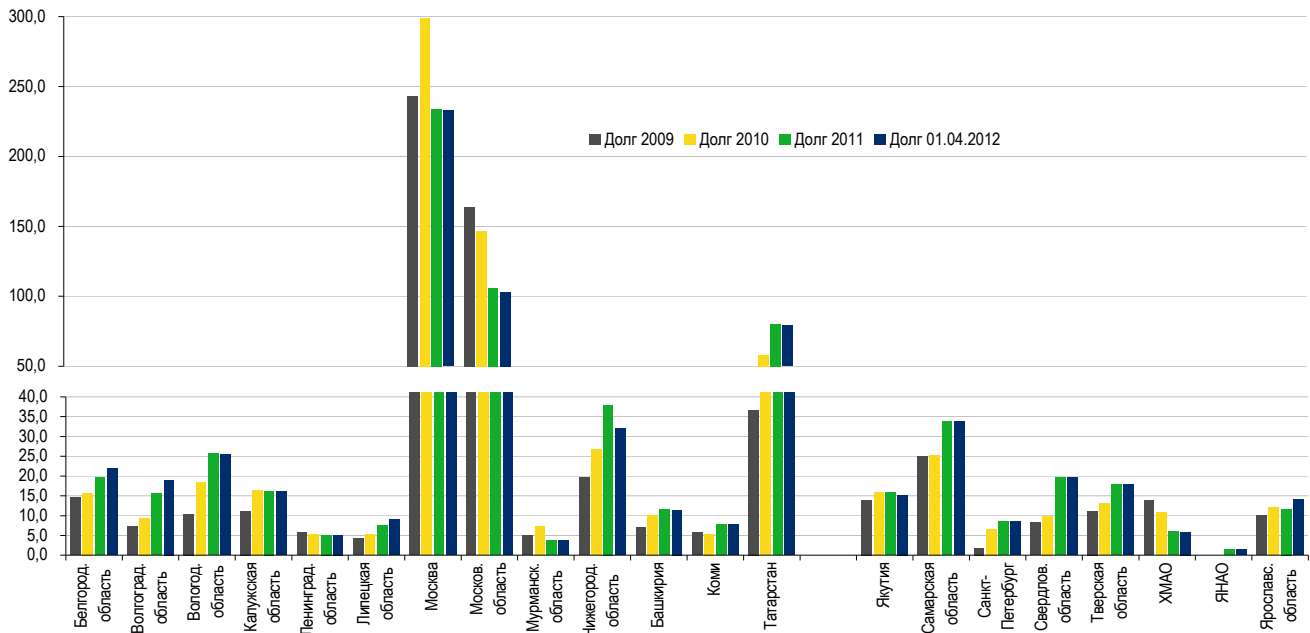
Источники: Минфин РФ



Высокая активность в конце 2011 г., непростое начало 2012 г.

## Москва, Московская и Нижегородская области сократили долг

Госдолг регионов России (2009 г. - 1 кв. 2012 г.)



Источники: Минфин РФ

**Новые эмитенты приходят на место «старой гвардии».** Другой тенденцией стал приход новых эмитентов на рынок вместо традиционных заемщиков (Москвы и Московской области, Иркутской области), сокращающих номинальные объемы долга: так, на достаточно выгодных условиях разместили выпуски Свердловская область и Красноярский край, ранее избегавшие наращивания госдолга. В 2012 г. эти регионы, скорее всего, продолжат замещение федеральных бюджетных кредитов новыми облигационными займами.

**Дифференцированные стратегии долговой политики.** Опытные и качественные заемщики, обладающие длительной кредитной историей и преимущественно рыночным долгом, бюджеты которых исполняются с небольшим дефицитом или даже с профицитом, проводят политику поддержания уровня долга при снижении его доли относительно собственных доходов (см. врезку «Самарская область»). Регионы, быстро нарастившие за время кризиса свой госдолг, в основном за счет банковских кредитов, активно работают над улучшением структуры и повышением качества долга (см. «Костромская область»). В этом контексте мы ожидаем возвращения на рынок таких эмитентов, как Тульская и Белгородская области, много лет отсутствовавших на рынке.

**Вероятны и муниципальные займы крупных городов.** Некоторые регионы (Новосибирская область и Татарстан) не представлены на долговом рынке, однако их административные центры в прошлом выходили на рынки заимствований и могут сделать это в нынешнем году. Так, в 2012 г. не исключены размещения Краснодара, Казани и Уфы, привлекавших средства на долговом рынке в предыдущие годы. В силу высокой интеграции муниципальных и региональных бюджетов, а также достаточно жесткого контроля со стороны региональных властей такие выпуски могут быть достаточно интересными при наличии рейтингов у городов-эмитентов. Начиная с 2013 г. мы ожидаем активизации крупных городов на публичном долговом рынке.

## Москва продолжает занимать около половины рынка, но ее доля будет сокращаться

01.05.2012, млн руб.

	Объем долга, млн руб.	Доля на рынке долга, %
Москва*	206 093	50,7
Московская область	30 350	7,5
Самарская область	22 754	5,6
Нижегородская область	15 715	3,9
Красноярский край	13 080	3,2
Волгоградская область	10 400	2,6
Республика Якутия	10 350	2,5
Удмуртия	7 500	1,8
Санкт-Петербург	7 300	1,8
Республика Коми	5 255	1,3
Краснодарский край	4 750	1,2
Тверская область	4 080	1,0
ХМАО	4 000	1,0
Калужская область	3 800	0,9
Костромская область	3 326	0,8
Свердловская область	3 000	0,7
Вологодская область	2 510	0,6
Чувашия	1 800	0,4
Белгородская область	1 500	0,4
Ленинградская область	1 300	0,3
Липецкая область	750	0,2
Прочие	47 087	11,6
<b>Всего</b>	<b>406 700</b>	

\*С учетом еврозайма по курсу на 31.05.12

Источники: Cbonds.ru, оценка УРАЛСИБа

**КОСТРОМСКАЯ ОБЛАСТЬ: РАЗВИТИЕ В УСЛОВИЯХ ЖЕСТКИХ ОГРАНИЧЕНИЙ**

**Власти проводят активную политику в сфере модернизации экономики.** Уровень развития Костромской области можно охарактеризовать как средний: регион занимает 70-е место в России по уровню ВРП и 59-е по величине ВРП на душу населения. В последние годы наметилась тенденция к стабилизации и восстановлению промышленного потенциала области. В 2010–2011 г. началась реализация нескольких крупных инвестиционных проектов, целью которых является диверсификация областной экономики за рамки традиционных отраслей (лесопереработка, энергетика, ювелирные промыслы) либо повышение уровня передела сырья. В частности, строятся предприятия по переработке древесины (новый ЦБК и расширение фанерного производства), запущен новый проект по строительству заводов по производству газового оборудования и автомобильных запчастей. За счет областного бюджета предоставлены льготы по налогам на прибыль и имущество, однако благодаря созданию рабочих мест на строительстве и налоговых поступлений от подрядчиков, новые проекты могут начать генерировать доход уже в текущем году.

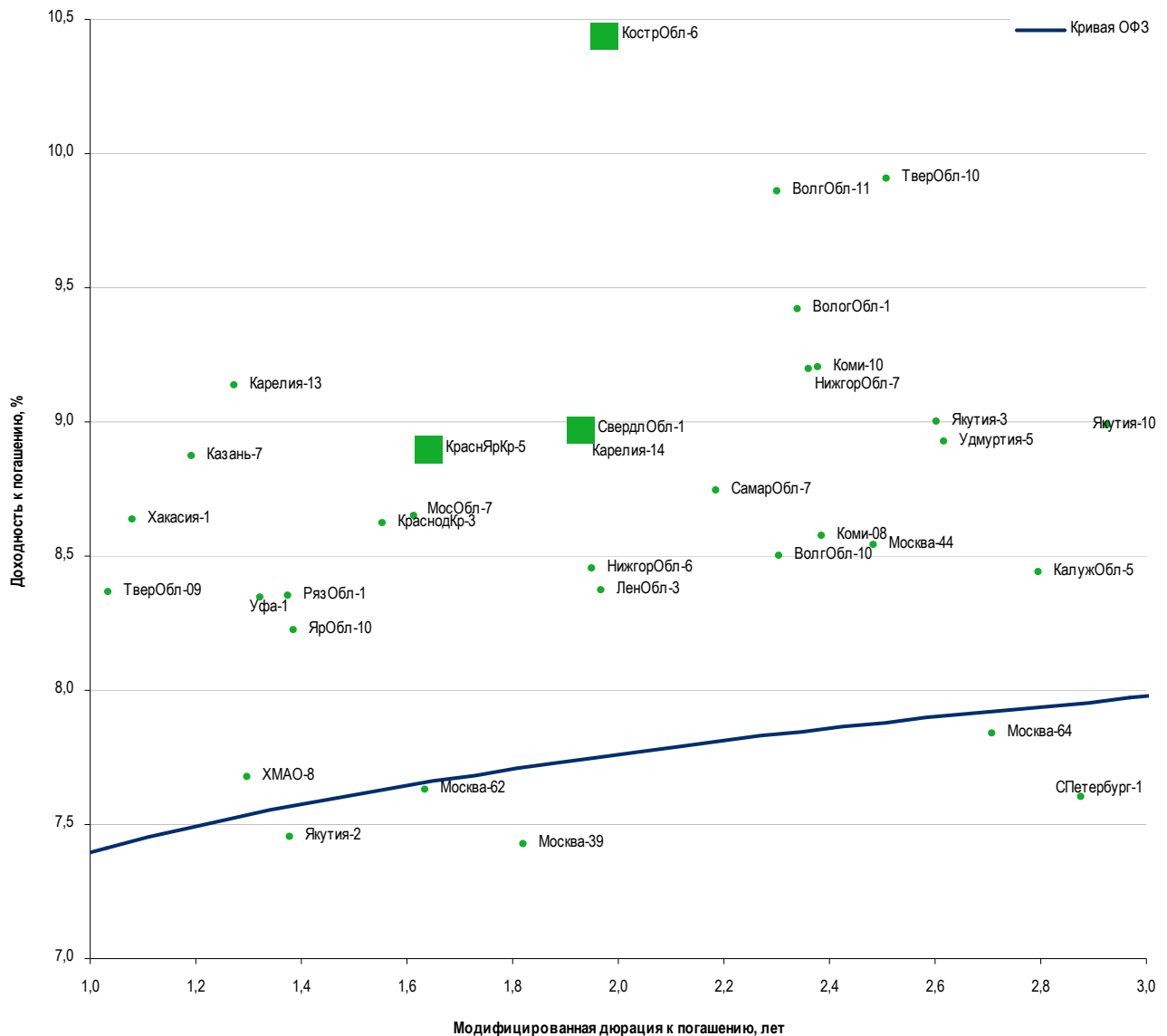
**Бюджетный дефицит по итогам года оказался существенно меньше запланированного, однако долг вырос.** В 2010–2011 гг. руководство области проводило достаточно жесткую политику, нацеленную на максимальную обеспеченность текущих расходов собственными доходами. При запланированном дефиците бюджета на 2011 г. в размере 2,7 млрд руб. бюджет был исполнен с дефицитом 1,2 млрд руб., преимущественно за счет ограничения расходной части бюджета. Скорее всего, тенденция консервативного бюджетного планирования и более качественного наполнения бюджета налогами сохранится и в этом году. Несмотря на рост собственных доходов области по сравнению с 2010 г., их объем оказался меньше запланированного. Наиболее проблемным стал сбор налога на доходы физических лиц, что связано с более низкими темпами роста зарплат в регионе по сравнению с планом. Сборы по налогу на прибыль и других местных налогов оказались достаточно высокими, несмотря на предоставленные льготы, вследствие устойчивого роста региональной экономики. В текущем году сборы по налогу на прибыль, как ожидается, увеличатся примерно на 20%, а налога на доходы физических лиц – на 9%.

**Постепенная оптимизация структуры госдолга.** Выпуск облигаций в 2011 г. размещался при достаточно неблагоприятной конъюнктуре, и найти спрос на весь заявленный объем оказалось невозможно. Как следствие, доля облигаций в структуре областного долга по итогам 2011 г. составила меньше запланированной. Кроме того, часть выплат по долгу была проведена в 1 кв. 2012 г., в связи с чем уровень долга на начало 2012 г. оказался выше плана (82% от собственных доходов бюджета). В 2012 г. область ориентируется на поддержание объема федеральных бюджетных кредитов (при замещении нецелевых кредитов целевыми) при снижении объемов банковских кредитов и увеличении доли облигаций в структуре областного долга, объем которого планируется поддерживать на уровне около 9,2 млрд руб.

**Перспективы на 2012 г. достаточно благоприятные.** При последовательной реализации текущей бюджетной политики к концу 2012 г. долговая нагрузка области снизится до 84% от собственных доходов бюджета. Согласно заявлениям представителей администрации, в 2012 г. регион планировал завершить размещение облигационного выпуска 2011 г. (оставшийся объем – 1,9 млрд руб.), что соответствует объемам долговых выплат области в 1 п/г 2012 г. С 13 апреля регионом руководит новый губернатор, поэтому финансовая политика области может претерпеть некоторые изменения. В случае исполнения бюджета в соответствии с планом и продолжения развития местной экономики мы ожидаем сохранения позитивных тенденций.

## Рынок оказался достаточно устойчивым к майской распродаже

Карта доходностей на 01.06.2012



Источники: ММВБ

**Потенциал для рынка облигаций.** Погашение федеральных бюджетных кредитов на фоне прекращения нового кредитования регионов федеральным бюджетом, скорее всего, приведет к росту выпуска рыночного долга. Краткосрочное банковское кредитование останется инструментом покрытия кассовых разрывов. Бюджетные кредиты, согласно планам Министерства финансов, станут целевыми и будут использоваться либо для финансирования чрезвычайных расходов, либо как инструмент развития. На наш взгляд, в результате этих процессов объемы предложения облигаций могут увеличиться. Исходя из заявленных планов по выпуску облигаций и прогнозов дефицита региональных бюджетов мы ожидаем, что объем новых выпусков в 2012 г. составит 75–80 млрд руб., при этом львиная доля облигаций будет выпущена во 2 п/г. По нашей оценке, во 2 кв. 2012 г. будет выпущено облигаций на 25 млрд руб. (Волгоградская область, Липецкая область и Якутия выпустили облигаций на 8,6 млрд руб., заявлены размещения Самарской области и Чувашии).

**После улучшения конъюнктуры отдельные регионы могут выступить лучше ОФЗ.** В течение декабря 2011 г. – 1 кв. 2012 г. доходности по субфедеральным облигациям снизились на 100–200 б.п., однако в апреле–мае 2011 г. существенно выросли, также расширились их спреды к ОФЗ. Ввиду относительной узости рынка и низкой ликвидности многих эмитентов мы ожидаем движения субфедеральных бумаг в целом в унисон с ОФЗ. Однако возможны исключения. В первую очередь это ликвидные и качественные выпуски, такие как Красноярский край-5, Свердловская область-1, (мы оцениваем потенциал сужения спреда в 50–60 б.п.). Во-вторых, это облигации Костромская область-6, доходность которых существенно выросла за последнее время (по нашей оценке, потенциал сужения спреда составляет 80 б.п.). Относительно ликвидные облигации других регионов находятся на справедливых уровнях. К настоящему отчету прилагаются обзоры по регионам, облигации которых являются наиболее ликвидными в сегменте субфедерального долга.

## САМАРСКАЯ ОБЛАСТЬ – СТАВКА НА ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ

**Самарская область входит в группу регионов с лучшим кредитным качеством.** Самарская область – достаточно опытный заемщик на рынке рублевого долга, обладающий длинной кредитной историей. Объем долговых обязательств региона на 1 мая 2012 г. составлял 33,8 млрд руб., из которых 22,7 млрд руб. (67%) приходится на облигационные займы. К концу года ожидается увеличение доли облигаций до 70%. При постепенном погашении бюджетных кредитов и замещении их рыночными заимствованиями на отрезке в два года мы можем ожидать возвращения к докризисному состоянию, когда более 89% госдолга области приходилось на ценные бумаги.

**Структура доходов области не ухудшается.** 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. После кризиса и «схлопывания» бюджета доходная часть бюджета Самарской области отличается высокой долей собственных доходов, которая составляет около 83% бюджета. Следует отметить, что руководство области уже много лет проводит политику полного обеспечения текущих расходов из собственных доходов. Самарская область прогнозирует бюджет на основе крайне консервативных оценок доходов. Налог на прибыль в 2011 г. составил около 38% бюджетных доходов региона. Крупнейшие налогоплательщики – предприятия автомобильной и нефтегазовой промышленности.

**Добровольное ограничение 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 является уникальным примером в российской практике. Согласно областному законодательству предельный размер долга с учетом госгарантий не может превышать 45% собственных доходов области, а прямого долга – 40%. Бюджетный кодекс РФ ограничивает размер регионального долга показателем в 100%. По итогам 2011 г. отношение долга к собственным доходам бюджета составило около 39%, в текущем году этот показатель может вырасти примерно до 42%. Расходы на обслуживание государственных заимствований Самарской области исторически были значительно ниже установленного Бюджетным кодексом РФ ограничения в 15% от расходов бюджета без учета расходов, осуществляемых за счет субвенций. Мы ожидаем, что новая администрация области, назначенная 10 мая, продолжит следовать стратегии своих предшественников.

Высокая активность в конце 2011 г., непростое начало 2012 г.

**Долговая нагрузка регионов**

2009–2011 гг.

	Долг / Доходы, %			Долг / Собственные доходы, %			
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2011
Башкортостан	7	11	11	10	14	14	14
Белгородская область	33	30	29	67	48	43	43
Волгоградская область	14	16	26	23	23	37	37
Вологодская область	33	51	66	54	70	90	90
Калужская область	50	58	48	82	77	73	73
Коми	16	13	17	22	17	21	21
Костромская область	35	49	52	55	93	97	97
Краснодарский край	5	18	24	9	28	39	39
Красноярский край	11	8	12	20	11	15	15
Ленинградская область	13	10	8	16	12	10	10
Липецкая область	16	18	23	26	25	31	31
Москва	24	27	16	25	28	18	18
Московская область	71	62	39	93	71	45	45
Нижегородская область	26	35	39	38	45	53	53
Самарская область	32	27	39	42	36	42	42
Санкт-Петербург	1	2	2	1	2	3	3
Свердловская область	0	0	14	11	10	17	17
Татарстан	31	38	49	54	67	78	78
Тверская область	31	37	33	56	53	49	49
ХМАО	13	9	4	14	9	4	4
Чувашия	30	37	29	66	69	56	56
Якутия	17	17	14	39	34	26	26

Источники: Минфин РФ, оценка УРАЛСИБа

Высокая активность в конце 2011 г., непростое начало 2012 г.

**Сборы НДФЛ и НП по ключевым регионам РФ**

млрд руб., 2008–2012П

	Налог на прибыль					НДФЛ				
	2008	2009	2010	2011	2012П	2008	2009	2010	2011	2012П
Архангельская область	9,67	4,37	11,06	10,28	11,06	8,09	8,68	9,64	10,43	10,33
Астраханская область	6,92	2,92	4,37	4,89	5,27	4,14	4,13	4,35	4,71	4,68
Белгородская область	18,25	5,96	13,82	25,60	25,02	7,06	6,70	7,26	8,05	7,67
Волгоградская область	19,75	12,99	17,56	16,43	23,76	7,31	6,95	8,47	9,60	9,70
Вологодская область	20,84	4,81	10,77	12,01	11,75	7,81	7,34	7,89	8,78	8,90
Воронежская область	8,82	6,21	8,66	10,69	10,68	8,64	8,96	9,96	11,50	11,43
Ивановская область	1,98	1,69	2,32	2,88	2,82	3,62	3,60	3,90	4,19	4,20
Иркутская область	16,88	15,66	17,48	30,06	31,11	13,51	14,63	16,14	17,80	17,63
Калининградская область	4,65	2,79	4,91	5,52	4,97	5,69	5,46	5,89	6,31	6,41
Калужская область	4,48	2,77	6,42	6,44	8,60	5,66	5,71	6,46	7,30	7,30
Карелия	4,34	1,27	3,98	6,26	6,32	4,40	4,39	4,63	5,07	4,89
Кемеровская область	34,69	9,44	22,44	35,94	36,30	17,18	15,41	16,85	19,15	18,70
Костромская область	2,63	1,53	2,15	2,40	2,42	2,93	2,77	3,00	3,21	3,51
Краснодарский край	25,16	21,59	26,01	34,32	34,65	23,83	24,81	27,58	31,85	31,80
Красноярский край	42,47	18,62	56,41	55,19	46,91	21,52	28,92	24,19	26,89	26,43
Ленинградская область	16,68	13,74	19,46	21,40	21,75	10,21	10,46	11,11	12,41	11,83
Липецкая область	15,75	4,67	9,46	11,12	11,04	4,71	7,68	5,68	6,09	6,13
Москва	614,14	337,51	441,93	566,95	551,81	397,96	390,95	428,24	479,66	476,79
Московская область	77,49	55,55	73,12	87,81	92,83	57,26	59,36	64,75	71,76	71,74
Мурманская область	10,25	8,25	14,71	16,30	16,13	9,21	10,06	9,75	11,60	11,49
Нижегородская область	28,43	16,88	24,42	25,51	26,86	19,10	18,26	19,88	22,55	22,31
Новгородская область	5,38	4,68	4,12	6,04	5,33	3,08	3,38	3,60	3,71	3,67
Новосибирская область	16,22	12,08	16,10	19,46	18,36	18,00	17,16	18,55	21,16	19,64
Омская область	7,67	5,68	8,96	10,45	10,68	8,71	8,33	9,02	9,74	9,91
Пермский край	35,97	17,19	25,35	33,99	33,10	16,34	13,23	14,45	15,86	15,57
Приморский край	8,49	7,10	11,50	12,23	11,90	12,04	13,38	15,24	16,93	16,43
Республика Башкортостан	29,25	25,80	24,34	30,41	29,00	16,92	15,98	16,89	18,87	18,35
Республика Коми	12,74	9,53	12,50	16,22	-	8,01	8,33	9,10	10,20	-
Республика Татарстан	39,56	24,64	37,66	48,81	47,95	19,63	18,54	21,36	23,39	22,61
Республика Якутия	13,91	7,78	14,63	23,79	21,89	8,60	7,78	10,45	11,82	11,34
Ростовская область	16,67	12,97	14,90	17,74	18,61	17,54	17,64	19,39	21,34	20,32
Рязанская область	4,82	3,94	5,52	5,92	6,40	5,08	5,07	5,48	6,19	6,13
Самарская область	34,21	19,51	26,02	36,17	35,53	19,89	18,66	19,54	22,66	21,82
Санкт-Петербург	102,85	67,28	89,81	109,67	112,03	98,69	98,80	106,24	118,70	115,22
Саратовская область	13,36	9,17	11,65	14,37	14,39	9,76	9,99	10,71	11,92	11,92
Сахалинская область	12,02	21,10	16,24	17,28	17,08	7,91	8,83	8,88	9,07	8,74
Свердловская область	44,60	20,24	36,77	47,25	56,51	33,01	28,81	31,62	35,77	35,37
Ставропольский край	10,28	7,23	10,89	11,71	12,73	7,37	8,92	9,35	10,12	10,24
Тверская область	5,10	5,37	6,36	6,09	7,86	6,78	6,64	7,26	7,91	7,54
Томская область	5,73	5,25	7,73	10,07	11,42	5,91	6,58	6,76	7,49	7,37
Тюменская Область	49,71	45,75	71,53	108,62	109,70	9,11	9,51	10,18	11,89	11,60
Удмуртия	9,82	7,53	9,48	12,46	10,55	7,30	6,86	7,40	8,04	7,59
Хабаровский край	10,33	5,27	10,63	12,75	12,90	11,30	11,90	13,23	14,59	14,47
Хакасия	1,71	1,88	2,98	3,84	4,53	1,84	1,91	2,13	2,32	2,30
ХМАО	70,33	43,44	52,68	76,55	76,17	26,76	22,73	23,69	26,71	25,99
Челябинская область	29,52	4,94	19,12	20,83	22,45	19,98	17,81	19,98	22,47	22,18
Чувашия	4,79	3,03	4,32	5,01	4,60	4,26	3,73	4,32	4,65	4,45
ЯНАО	26,21	20,50	34,72	47,08	51,66	12,97	13,10	13,99	15,83	15,58
Ярославская область	7,02	6,41	7,87	8,82	8,70	5,04	5,69	6,18	7,01	6,68
Всего по РФ	1 613	975	1 386	1 762	1 754	1 062	1 055	1 141	1 275	1 247

Источники: Федеральное казначейство, бюджеты регионов

Высокая активность в конце 2011 г., непростое начало 2012 г.

**Динамика доходов бюджетов**

Структура доходов бюджетов, 2009–2012П

	Собственные доходы в общем объеме поступлений, %			НП, %					НДФЛ, %				
	2011	1кв.2012	2012П	2009	2010	2011	1кв.2012	2012П	2009	2010	2011	1кв.2012	2012П
Архангельская область	57	64	58	11	20	21	27	23	23	20	21	23	21
Астраханская область	60	65	61	13	22	20	25	21	19	22	19	19	19
Башкортостан	74	71	73	28	18	28	28	27	17	18	17	17	17
Белгородская область	69	66	68	14	14	38	38	38	15	14	12	13	12
Волгоградская область	70	75	73	25	15	27	31	34	13	15	16	20	14
Вологодская область	73	65	73	15	22	31	27	30	23	22	22	23	22
Воронежская область	60	64	60	14	18	18	25	18	20	18	20	19	20
Ивановская область	48	43	48	7	17	11	12	11	15	17	16	14	16
Иркутская область	74	78	74	23	21	34	41	34	21	21	20	20	19
Калининградская область	51	55	50	8	20	14	21	13	17	20	16	15	17
Калужская область	67	83	73	13	23	19	34	25	26	23	22	23	22
Карелия	66	59	66	6	19	23	21	23	22	19	18	19	18
Кемеровская область	84	80	84	13	20	38	32	38	21	20	20	27	20
Коми	79	78	79	26	23	35	32	-	23	23	22	27	-
Костромская область	54	53	56	11	18	14	15	13	19	18	18	18	19
Краснодарский край	60	62	61	19	22	20	24	21	22	22	19	17	19
Красноярский край	78	81	76	15	18	38	41	35	23	18	19	19	20
Ленинградская область	80	73	81	31	21	35	37	36	24	21	20	19	20
Липецкая область	74	76	73	17	20	34	29	33	29	20	19	21	18
Москва	89	94	89	33	38	38	46	38	39	38	32	32	33
Московская область	86	84	84	24	27	32	36	33	26	27	26	23	25
Мурманская область	76	76	75	23	24	36	34	35	28	24	26	29	25
Нижегородская область	74	75	74	23	23	26	28	28	25	23	23	24	23
Новгородская область	67	72	66	25	20	26	34	24	18	20	16	18	16
Новосибирская область	75	76	76	19	24	23	28	22	26	24	25	22	24
Омская область	70	70	70	14	20	20	22	20	20	20	18	19	19
Пермский край	81	85	80	26	21	43	50	43	20	21	20	18	20
Приморский край	52	63	50	9	20	15	21	14	17	20	20	24	19
Ростовская область	61	64	61	15	21	18	23	18	21	21	21	20	20
Рязанская область	59	60	60	15	18	18	20	19	19	18	18	19	18
Самарская область	83	77	81	25	21	35	36	34	24	21	22	21	21
Санкт-Петербург	80	80	80	21	31	27	25	29	31	31	30	32	29
Саратовская область	65	68	66	17	21	24	30	24	19	21	20	19	20
Сахалинская область	83	95	83	40	20	38	65	38	17	20	20	10	20
Свердловская область	84	83	87	20	26	34	38	40	28	26	26	26	25
Ставропольский край	53	53	57	15	16	18	20	20	18	16	15	14	16
Татарстан	63	74	64	21	14	30	43	31	16	14	14	14	14
Тверская область	68	68	68	15	20	15	22	19	19	20	20	20	18
Томская область	64	68	64	16	20	23	31	26	21	20	17	20	17
Тюменская Область	78	82	78	41	8	63	69	63	8	8	7	6	7
Удмуртия	64	72	62	21	20	28	34	25	20	20	18	19	18
Хабаровский край	68	68	69	11	23	21	26	21	26	23	23	20	24
Хакасия	65	68	67	14	16	25	29	27	15	16	15	20	14
ХМАО	91	95	91	40	20	49	52	49	21	20	17	23	17
Челябинская область	74	71	74	7	24	23	24	24	27	24	25	26	24
Чувашия	53	47	51	11	16	16	14	15	14	16	15	15	15
Якутия	53	44	52	9	11	21	21	20	9	11	10	9	10
ЯНАО	84	89	85	31	17	42	43	44	20	17	14	18	13

Источники: Минфин РФ, Федеральное казначейство, оценка УРАЛСИБа

## БОРЬБА ЗА СТАБИЛЬНОСТЬ

**Активная политика в сфере модернизации экономики.** Уровень развития Костромской области можно охарактеризовать как средний: регион занимает 70-е место в России по объему ВРП (валового регионального продукта) и 59-е по ВРП на душу населения. В последние годы наметилась тенденция к стабилизации и восстановлению промышленного потенциала области.

**Бюджетный дефицит по итогам года оказался существенно меньше запланированного, однако долг несколько вырос.**

При запланированном изначально бюджетном дефиците на 2011 г. в размере 2,7 млрд руб. бюджет был исполнен с дефицитом в 1,2 млрд руб., преимущественно за счет ограничения расходной части. Скорее всего, тенденция консервативного бюджетного планирования и более качественного наполнения бюджета налогами сохранится и в нынешнем году. В текущем году сборы налога на прибыль, как ожидается, увеличатся примерно на 20%, а налога на доходы физических лиц – на 9%.

**Постепенная оптимизация структуры госдолга.** Выпуск облигаций в 2011 г. размещался при достаточно неблагоприятной конъюнктуре, и найти спрос на весь заявленный объем оказалось невозможно. Как следствие, доля облигаций в структуре областного долга по итогам 2011 г. составила меньше запланированной. Кроме того, часть выплат по долгу была проведена в 1 кв. 2012 г., в связи с чем уровень долга на начало 2012 г. оказался выше плана (82% от собственных доходов бюджета).

**Перспективы на 2012 г. достаточно благоприятные.** При последовательной реализации текущей бюджетной политики к концу 2012 г. долговая нагрузка области снизится до 84% от собственных доходов бюджета. С 13 апреля регионом руководит новый губернатор, поэтому финансовая политика области может претерпеть некоторые изменения, однако кардинальных сдвигов не предвидится. В случае исполнения бюджета на ожидаемых уровнях и продолжения развития местной экономики, мы ожидаем сохранения позитивных тенденций и полагаем, что регион может рассчитывать на повышение прогноза развития рейтинга. По нашей оценке, потенциал снижения доходности выпуска Костромская область-б составляет 80 б.п.

### Ожидаем снижения долговой нагрузки

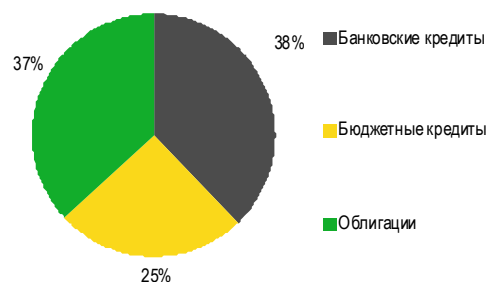
Долговая нагрузка Костромской области, %

	2009	2010	2011	2012П
Долг / Собств. доходы	53	93	97	84
Долг / Доходы	35	49	52	54

Источники: данные эмитента, оценка УРАЛСИБа

### От кредитов к облигациям

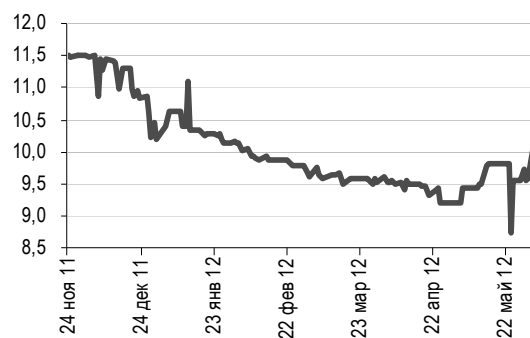
Структура госдолга Костромской области (на 01.05.2012)



Источники: данные эмитента

### Привлекательно на текущих уровнях

Доходность Костромская обл-б, % годовых



Источники: ММВБ



## Область по-прежнему зависима от трансфертов

Структура бюджетных доходов Костромской области в 2011 г., %



Источники: Федеральное казначейство

## Постепенная оптимизация структуры госдолга

Структура госдолга Костромской области, %

	2009	2010	2011	1 апр.12
Облигации	37	26	37	37
Банковские кредиты	42	52	38	38
Гарантии	-	-	-	-
Бюджетные кредиты	21	22	25	25
<b>Всего, млн руб.</b>	<b>5 934</b>	<b>7 990</b>	<b>9 045</b>	<b>9 033</b>

Источники: данные эмитента

## Бюджетный дефицит в 2011 г. оказался меньше запланированного за счет ограничения расходов

Основные параметры бюджета Костромской области, млн руб.

	2009	2010	2011	1 апр.12	2012П
Доходы бюджета	18 416	16 242	17 401	17 440	17 016
Собственные доходы	11 125	8 584	9 332	11 267	11 110
Трансферты	7 291	7 658	8 068	6 173	5 907
Расходы (всего)	21 342	18 501	18 523	4 332	18 683
<b>Профицит/(дефицит)</b>	<b>(2 926)</b>	<b>(2 259)</b>	<b>(1 122)</b>	<b>13 107</b>	<b>(1 666)</b>
% доходов	(0)	(0)	(0)	75	(10)

Источники: данные эмитента, оценка УРАЛСИБа

## Консервативное бюджетное планирование и более качественное наполнение бюджета налогами

Динамика доходов Костромской области, млн руб.

	2009	2010	2011	1 апр.12	2012П	Доля в структуре доходов в 2011 г. %
Налог на прибыль	1 527	2 145	2 402	665	2 909	14
НДФЛ	4 613	2 998	3 208	771	3 517	18
Налоги на имущество	1 808	1 223	1 349	219	1 689	8
Акцизы	1 145	1 462	1 584	409	1 800	9
Налоги на совокупный доход	839	358	396	198	938	2
Прочие доходы	1 192	397	392	89	414	2
Трансферты	7 291	7 658	8 068	2 048	6 173	46
<b>Итого</b>	<b>18 416</b>	<b>16 242</b>	<b>17 401</b>	<b>4 399</b>	<b>17 440</b>	
Собственные доходы	11 125	8 584	9 332	2 351	11 267	65
Трансферты	7 291	7 658	8 068	2 048	6 173	35

Источники: данные эмитента, оценка УРАЛСИБа

## ВЫСШАЯ ПРОБА

**Мощная экономика.** Красноярский край – один из крупнейших регионов России (2-е место по территории, 13-е место по населению, 10-е по ВРП, 12-е по ВРП на душу населения), донор федерального бюджета, один из главных сырьевых центров страны. Край проводит достаточно консервативную долговую политику – уровень долга составляет около 15% собственных доходов региона, что существенно ниже, чем у краев и областей, сопоставимых по финансовому положению и промышленному потенциалу.

**Долговая нагрузка останется низкой.** Мы не ожидаем серьезных изменений в фискальной политике региона в среднесрочной перспективе. Основной риск – снижение доходов сырьевых предприятий, что может сильно отразиться на финансовом положении Красноярского края ввиду высокой зависимости регионального бюджета от налога на прибыль (42% доходов бюджета), основная часть которого формируется за счет нескольких крупных налогоплательщиков из сырьевого сектора. Высокая концентрация экономики в сырьевых отраслях уже стала причиной большого провала в доходах в 2008–2009 гг., и без диверсификации экономики избежать повторения таких проблем будет сложно. Повышение кредитного рейтинга возможно при сохранении нынешних тенденций в собираемости налогов.

**Можно ожидать нового выпуска во 2 п/г.** Высокие темпы наполнения бюджета и отсутствие краткосрочных займов снижают зависимость края от необходимости привлечения долговых ресурсов. Мы полагаем, что новый заем будет размещен ближе к концу года при условии благоприятной конъюнктуры. Поступления от него будут направлены в том числе на погашение 4 млрд руб., оставшегося от выпуска облигаций. Доходность на вторичном рынке, на наш взгляд, находится на справедливых уровнях, а потенциалом сужения спредов составляет около 60 б.п.

### Низкая долговая нагрузка сохранится

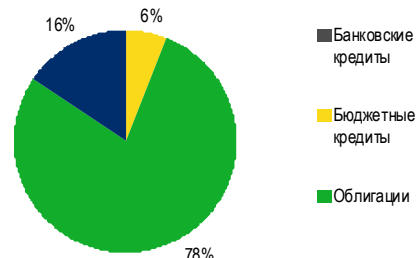
Долговая нагрузка Красноярского края, %

	2009	2010	2011	2012П
Долг / Собств. доходы	20	11	15	18
Долг / Доходы	11	8	12	14

Источники: данные эмитента, оценка УРАЛСИБа

### Госдолг остается рыночным

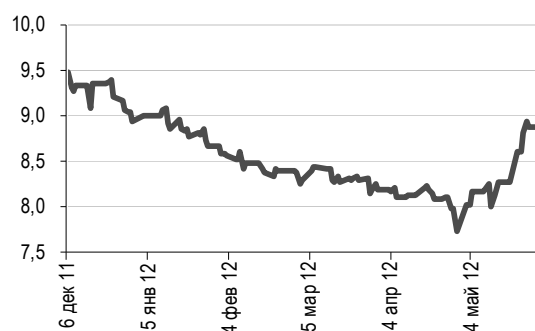
Структура госдолга Красноярского края (на 01.04.2012)



Источники: данные эмитента

### Качественно и привлекательно

Доходность Красноярский край-5, % годовых

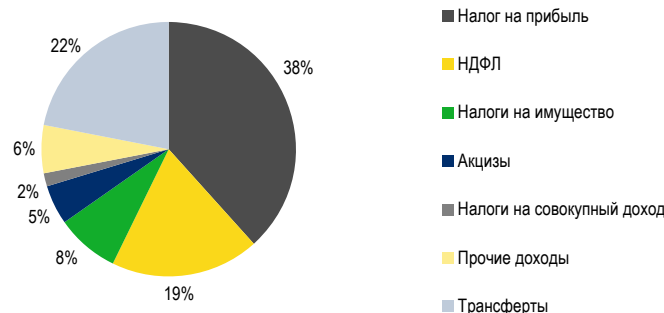


Источники: ММВБ

Высшая проба

### Бюджет края по-прежнему устойчивый

Структура бюджетных доходов Красноярского края в 2011 г., %



Источники: данные эмитента, оценка УРАЛСИБа

### Долг представлен преимущественно облигациями и гарантиями

Структура госдолга Красноярского края, %

	2009	2010	2011	1 апр.12
Облигации	74	62	77	78
Банковские кредиты	-	-	-	-
Гарантии	26	33	17	16
Бюджетные кредиты	0,4	4,9	6,0	6,1
<b>Всего, млн руб.</b>	<b>13 792</b>	<b>11 487</b>	<b>16 917</b>	<b>16 692</b>

Источники: данные эмитента

### Динамичное наполнение бюджета и отсутствие краткосрочных займов снижают потребность в долге

Основные параметры бюджета Красноярского края, млн руб.

	2009	2010	2011	1 апр.12	2012П
Доходы бюджета	124 362	136 254	143 705	31 728	133 446
Собственные доходы	69 776	106 716	112 112	25 799	102 149
Трансферты	54 586	29 538	31 593	5 929	31 297
Расходы (всего)	136 299	129 156	146 629	27 130	162 575
<b>Профицит/(дефицит)</b>	<b>(11 937)</b>	<b>7 098</b>	<b>(2 923)</b>	<b>4 598</b>	<b>(29 129)</b>
% доходов	(0)	0	(0)		(22)

Источники: данные эмитента, оценка УРАЛСИБа

### Высокая зависимость от налога на прибыль

Динамика доходов Красноярского края, млн руб.

	2009	2010	2011	1 апр.12	2012П	Доля в структуре доходов в 2011 г. %
Налог на прибыль	18 616	56 408	55 185	13 147	46 906	38
НДФЛ	28 920	24 191	26 886	6 031	26 434	19
Налоги на имущество	9 732	10 079	11 747	1 647	11 249	8
Акцизы	4 227	6 214	7 368	2 043	7 250	5
Налоги на совокупный доход	1 463	1 893	2 371	695	2 402	2
Прочие доходы	6 817	7 932	8 555	2 237	7 907	6
Трансферты	54 586	29 538	31 593	5 929	31 297	22
<b>Итого</b>	<b>124 362</b>	<b>136 254</b>	<b>143 705</b>	<b>31 728</b>	<b>133 446</b>	
Собственные доходы	69 776	106 716	112 112	25 799	102 149	78
Трансферты	54 586	29 538	31 593	5 929	31 297	22

Источники: данные эмитента, оценка УРАЛСИБа

## ПРИСУТСТВИЕ НА РЫНКЕ СОКРАЩАЕТСЯ

**Устойчивый профицит бюджета.** До 2010 г. Москва была лидером среди субфедеральных эмитентов по объемам выпуска облигаций. С приходом к власти в Москве осенью 2010 г. новой администрации города были приняты решения по прекращению заимствований. В силу особенностей российской налоговой системы бюджет Москвы является профицитным, а остатки на счетах города превышают объемы долга в обращении. С 1999 г. бюджет Москвы был дефицитным только в 2009 г. Сокращение инвестиционных программ города полностью ликвидировало потребность как во внутренних, так и во внешних заимствованиях. Мы не ожидаем существенного сокращения доходов бюджета, даже при условии обсуждаемых изменений в процедурах сбора налога на доходы физических лиц (перечисления в регион жительства налогоплательщика) и налога на прибыль.

**Долговая нагрузка падает, город выкупает облигации.** По нашей оценке, размер долга города к концу 2012 г. составит 15% собственных доходов. После быстрого роста долга в 2008–2009 гг. долговая нагрузка продолжает снижаться за счет погашения займов и выкупа облигаций на рынке. Так, в августе 2011 г. за счет средств бюджета был погашен один из двух обращавшихся выпусков еврооблигаций. Рейтинг Москвы, скорее всего, будет следовать за суверенным рейтингом.

**Вероятность нового всплеска активности на рынке невысока.** В ближайшие два года мы не ожидаем возвращения эмитента на первичный рынок, однако высокие кредитные рейтинги города (на уровне суверенных) позволят быстро организовать размещение новых выпусков в случае необходимости. Спреды к относительно ликвидным выпускам облигаций г. Москвы к ОФЗ являются отрицательными, и, как следствие, не представляют интереса для инвестирования.

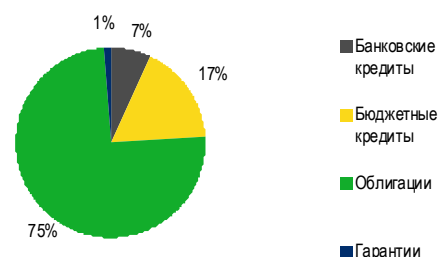
### С 2010 г. долговая нагрузка сокращается

Долговая нагрузка Москвы, %				
	2009	2010	2011	2012П
Долг / Собств. доходы	25	28	18	15
Долг / Доходы	24	27	16	14

Источники: данные эмитента, оценка УРАЛСИБа

### Рыночный долг доминирует

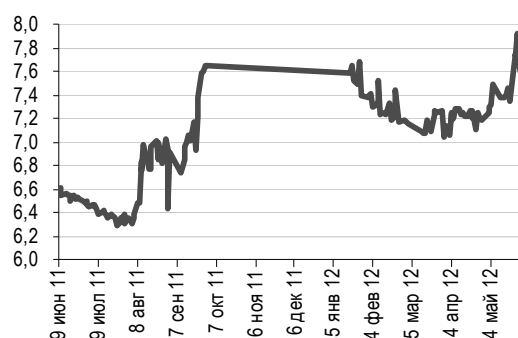
Структура госдолга Москвы (на 01.04.2012)



Источники: данные эмитента

### Доходность устойчиво ниже ОФЗ

Доходность Москва-62, % годовых

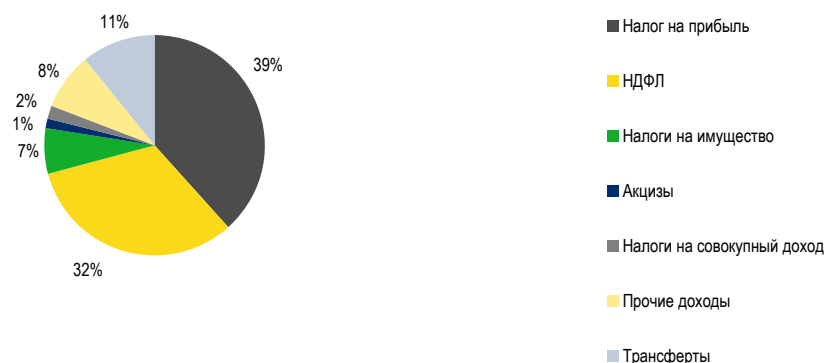


Источники: ММВБ

Присутствие на рынке сокращается

## Доля трансфертов в бюджете Москвы низкая

Структура бюджетных доходов г. Москвы 2011 г.



Источники: данные эмитента, оценка УРАЛСИБа

## Город выкупает облигации

Структура госдолга Москвы, %

	2009	2010	2011
Облигации	78	78	75
Банковские кредиты	14	11	7
Гарантии	1	1	1
Бюджетные кредиты	7	10	17
<b>Всего, млрд руб.</b>	<b>243</b>	<b>299</b>	<b>233</b>

Источники: данные эмитента

## Финансовые нужды могут быть покрыты через пролонгацию федеральных бюджетных кредитов

Основные параметры бюджета Москвы, млрд руб.

	2009	2010	2011	1 кв. 2012	2012П
Доходы бюджета	1 009,4	1 126,1	1 480,2	311,6	1 439,1
Собственные доходы	962,6	1 084,0	1 319,1	293,8	1 283,8
Безвозмездные поступления	46,8	42,1	161,0	17,7	155,3
Расходы (всего)	1 154,8	1 106,1	1 398,9	290,7	1 549,8
<b>Профицит/дефицит (-)</b>	<b>(145,4)</b>	<b>20,1</b>	<b>81,3</b>	<b>20,9</b>	<b>(110,7)</b>
% доходам	(14)	2	5	7	(8)

Источник: данные эмитента, оценка УРАЛСИБа

## Существенного сокращения доходов бюджета не ожидается

Динамика доходов Москвы, млрд руб.

	2009	2010	2011	1 кв. 12	2012П	Доля в структуре доходов в 2011 г. %
Налог на прибыль	337,51	441,93	566,95	143,33	551,81	38
НДФЛ	390,95	428,24	479,66	100,55	476,79	32
Налоги на имущество	81,37	90,55	101,12	20,79	98,24	7
Акцизы	32,82	17,99	19,96	6,05	20,34	1
Налоги на совокупный доход	18,01	22,60	28,89	8,18	26,64	2
Прочие доходы	101,96	82,71	122,56	14,92	110,01	8
Трансферты	46,81	42,13	161,05	17,74	155,27	11
<b>Итого</b>	<b>1 009,44</b>	<b>1 126,14</b>	<b>1 480,18</b>	<b>311,56</b>	<b>1 439,10</b>	-
Собственные доходы	962,63	1 084,02	1 319,14	293,82	1 283,83	89
Трансферты	46,81	42,13	161,05	17,74	155,27	11

Источники: данные эмитента, оценка УРАЛСИБа

## ПОСЛЕДСТВИЯ КРИЗИСА ПРЕОДОЛЕНЫ

**Финансовое положение улучшается.** До 2008 г. Московская область активно использовала долговой рынок для финансирования бюджетного дефицита и программ развития инфраструктуры. В 2008–2009 гг. регион столкнулся со сложностями при выплатах по обязательствам структур, принадлежавших областному правительству, однако прямой долг региона обслуживался исправно. С 2009 г. началось планомерное сокращение регионального долга, что на фоне роста налоговых поступлений привело к сокращению долговой нагрузки на бюджет области – на конец 2011 г. показатель снизился до 39% от собственных доходов и продолжает падать.

**Новых выпусков не ожидается.** Областной бюджет области на 2012 год сверстан с профицитом 7 млрд руб., а объем погашений и амортизационных выплат равен 20,8 млрд руб. (всего в обращении находятся облигации на сумму 41,5 млрд руб.). Мы не ожидаем выхода области на рынок облигаций, поскольку ее финансовые нужды могут быть покрыты через пролонгацию федеральных бюджетных кредитов. Не исключено, что Московская область вернется к рыночным источникам финансирования проектов в сфере развития инфраструктуры, когда будут погашены оставшиеся облигации и бюджетные кредиты (в 2013–2014 гг.). На наш взгляд, в настоящее время рейтинги области занижены и не в полной мере отражают устойчивость финансового положения региона. Как следствие, при сохранении консервативной финансовой политики мы прогнозируем достаточно быстрые позитивные рейтинговые действия со стороны ведущих агентств.

**Спреды ниже справедливых уровней.** Облигации Московской области – когда-то одного из самых активных эмитентов с ликвидным вторичным рынком – торгуются не слишком активно и непривлекательны на текущих уровнях. МосОбл-7 с дюрацией 1,6 года торгуется с более узким спредом по сравнению с выпуском идентичной дюрации более качественного Красноярского края.

### Долговая нагрузка снижается

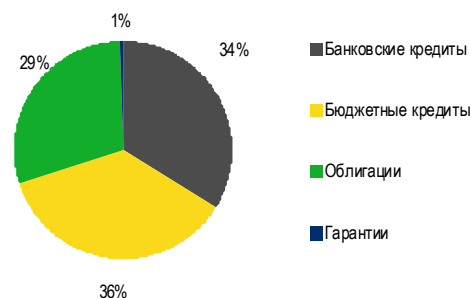
Долговая нагрузка Московской области, %

	2009	2010	2011	2012П
Долг / Собств. доходы	93	71	45	34
Долг / Доходы	71	62	39	28

Источники: данные эмитента, оценка УРАЛСИБа

### Долговой кризис преодолен

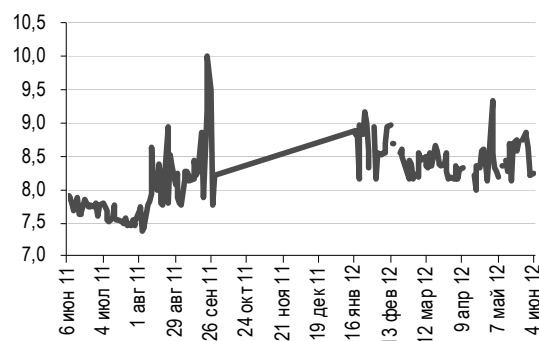
Структура госдолга Московской области на 01.05.2012



Источники: данные эмитента

### Доходность не слишком привлекательна

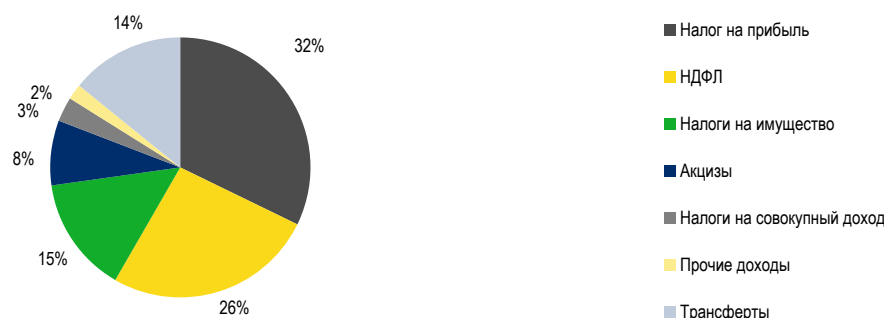
Доходность Московская обл-7, % годовых



Источники: ММВБ

## Диверсифицированная база доходов

Структура бюджетных доходов Московской области в 2011 г., %



Источники: данные эмитента

## Долг сокращается быстрыми темпами

Структура госдолга Московской области, %

	2009	2010	2011
Облигации	48	44	39
Банковские кредиты	32	21	21
Гарантии	3	1	1
Бюджетные кредиты	17	34	40
<b>Всего, млн руб.</b>	<b>163 718</b>	<b>146 847</b>	<b>106 134</b>

Источники: данные эмитента

## Потребности в финансировании могут быть закрыты из собственных средств

Основные параметры бюджета Московской области, млн руб.

	2009	2010	2011	1 кв. 2012	2012П
Доходы бюджета	231 026	237 998	273 329	70 219	282 008
Собственные доходы	176 950	205 770	234 711	58 690	237 731
Трансферты	55 252	32 227	38 618	11 528	44 277
Расходы (всего)	248 663	222 170	247 843	48 186	270 689
<b>Профицит/дефицит (-)</b>	<b>(17 637)</b>	<b>15 827</b>	<b>25 487</b>	<b>22 033</b>	<b>11 319</b>
% доходов	(8)	7	9	31	4

Источники: данные эмитента, оценка УРАЛСИБа

## Устойчивое финансовое положение

Динамика доходов Московской области, млн руб.

	2009	2010	2011	1 апр.12	2012П	Доля в структуре доходов в 2011 г. %
Налог на прибыль	55 553	73 115	87 811	25 160	92 826	32
НДФЛ	59 358	64 748	71 763	16 444	71 736	26
Налоги на имущество	32 405	36 018	39 638	7 418	39 587	15
Акцизы	13 185	18 260	21 601	6 283	21 014	8
Налоги на совокупный доход	4 908	6 426	8 511	2 277	7 966	3
Прочие доходы	11 541	7 202	5 387	1 109	4 602	2
Трансферты	54 076	32 227	38 618	11 528	44 277	14
<b>Итого</b>	<b>231 026</b>	<b>237 998</b>	<b>273 329</b>	<b>70 219</b>	<b>282 008</b>	
Собственные доходы	176 950	205 770	234 711	58 690	237 731	86
Трансферты	54 076	32 227	38 618	11 528	44 277	14

Источники: данные эмитента, оценка УРАЛСИБа

## ВОЗВРАТ К РЫНОЧНЫМ ЗАИМСТВОВАНИЯМ

**Финансовое положение устойчивое.** Будучи одним из наиболее развитых и многонаселенных регионов страны, Нижегородская область имеет типичные для российских регионов параметры бюджета. В апреле рейтинг области по версии Fitch был повышен на одну ступень до «BB-» со стабильным прогнозом.

**Долговая нагрузка по-прежнему управляемая.** Область проводит активную политику развития: в текущем году завершается несколько крупных инфраструктурных проектов, в том числе продление нижегородского метрополитена, что приведет к пиковым нагрузкам на бюджет. Тем не менее долг региона остается умеренным (53% от собственных доходов области). Высокая доля краткосрочных банковских кредитов повышает требования к рефинансированию, таким образом, новый выпуск облигаций, запланированный на 2 п/г 2012 г., необходим для улучшения кредитного профиля и формирования потенциала для положительных рейтинговых действий.

**Внимание на новые размещения.** В обращении находятся четыре выпуска облигаций совокупным объемом 15,1 млрд руб. Последний выпуск области на сумму 8 млрд руб. был размещен в ноябре 2011 г. и характеризуется достаточно высокой ликвидностью. В данный момент доходности выпусков Нижегородской области находятся на справедливых уровнях, однако новый выпуск, ожидающийся до конца 2012 г., возможно, заинтересует инвесторов.

### Умеренный рост долговой нагрузки

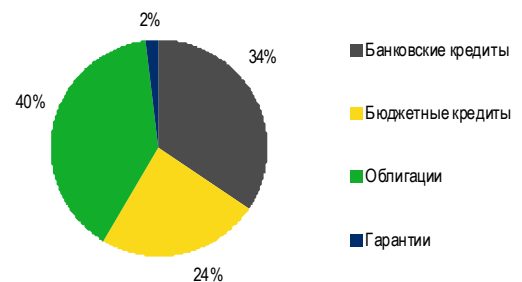
Долговая нагрузка Нижегородской области, %

	2009	2010	2011	2012П
Долг / Собств. доходы	38	45	53	59
Долг / Доходы	26	35	39	44

Источники: данные эмитента, оценка УРАЛСИБа

### Доля облигаций далека от докризисных значений

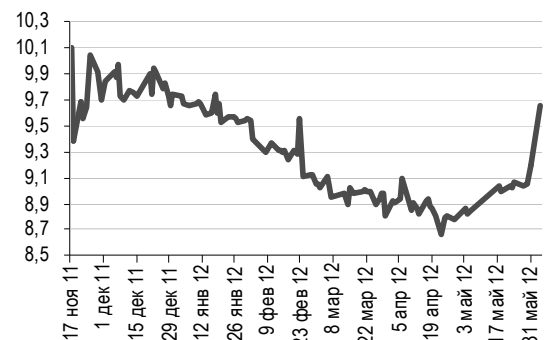
Структура госдолга Нижегородской области



Источники: данные эмитента

### Доходность на справедливых уровнях

Доходность Нижегородская обл-7, % годовых

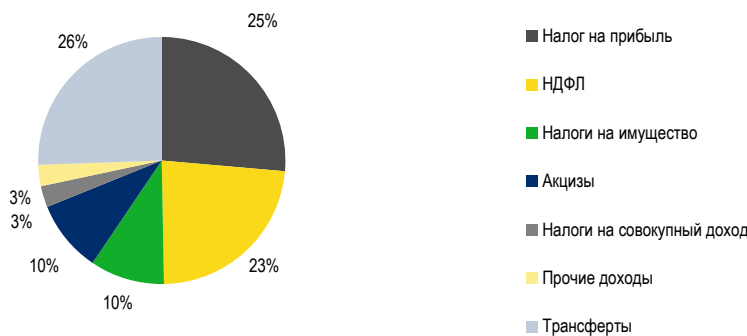


Источники: ММВБ



## Структура доходов области хорошо сбалансирована

Структура бюджетных доходов Нижегородской области в 2011 г., %



Источники: данные эмитента

## Умеренный рост и стабильная структура долга

Структура госдолга Нижегородской области, %

	2009	2010	2011
Облигации	32	34	39
Банковские кредиты	39	37	34
Гарантии	7	3	2
Бюджетные кредиты	21	25	24
<b>Всего, млн руб.</b>	<b>19 635</b>	<b>26 775</b>	<b>37 944</b>

Источники: данные эмитента

## Завершение крупных инфраструктурных проектов в 2012 г. приведет к росту потребностей в финансировании

Основные параметры бюджета Нижегородской области, млн руб.

	2009	2010	2011	1 кв. 2012	2012П
Доходы бюджета	74 356	76 096	96 462	22 180	96 459
Собственные доходы	52 120	59 543	71 786	16 716	71 711
Трансферты	22 237	16 552	24 675	5 464	24 748
Расходы (всего)	86 620	76 676	101 773	21 839	108 868
<b>Профицит/дефицит (-)</b>	<b>(12 264)</b>	<b>(580)</b>	<b>(5 312)</b>	<b>341</b>	<b>(12 409)</b>
% доходов	(16)	(1)	(6)	2	(13)

Источники: данные эмитента, оценка УРАЛСИБа

## Доля налога на прибыль, резко сократившаяся в кризис, восстановилась

Динамика доходов Нижегородской области, млн руб.

	2009	2010	2011	1 кв. 12 г.	2012П	Доля в структуре доходов в 2011 г. %
Налог на прибыль	16 882	22 288	25 513	6 191	26 861	26
НДФЛ	18 257	17 416	22 545	5 412	22 309	23
Налоги на имущество	8 439	7 408	9 246	1 400	9 045	10
Акцизы	5 289	7 658	9 180	2 332	8 600	10
Налоги на совокупный доход	1 803	2 561	2 715	791	2 557	3
Прочие доходы	1 450	2 212	2 588	590	2 339	3
Трансферты	22 237	16 552	24 675	5 464	24 748	26
<b>Итого</b>	<b>74 356</b>	<b>76 096</b>	<b>96 462</b>	<b>22 180</b>	<b>96 459</b>	
Собственные доходы	52 120	59 543	71 786	16 716	71 711	74
Трансферты	22 237	16 552	24 675	5 464	24 748	26

Источники: данные эмитента, оценка УРАЛСИБа

## ОРИЕНТИР ДЛЯ РЫНКА

**В группе регионов с лучшим кредитным качеством.** Самарская область – достаточно опытный заемщик на рынке рублевого долга, обладающий длинной кредитной историей. Объем долговых обязательств региона на 1 января 2012 г. составлял 33,8 млрд руб., из которых 22,7 млрд руб. (68%) приходится на облигационные займы. К концу года ожидается увеличение доли облигаций до 70%. При постепенном погашении бюджетных кредитов и замещении их рыночными заимствованиями на отрезке в два года мы можем ожидать возвращения к докризисному состоянию, когда более 89% госдолга области приходилось на ценные бумаги.

**Структура доходов области не ухудшается.** С 2000 г., за исключением кризисных лет, дефицит областного бюджета оказывался значительно меньше прогнозных уровней. В 2010 г. дефицит по итогам года составил всего 1% от собственных доходов, 2011 г. область закончила с профицитом в размере около 7% доходов бюджета. Налог на прибыль в 2011 г. составил около 38% бюджетных доходов области. Крупнейшие налогоплательщики – предприятия автомобильной и нефтегазовой промышленности.

**Добровольное ограничение заимствований.** Самарская область дополнительно приняла на себя ограничения по предельным размерам госдолга, что является уникальным примером в российской практике. Согласно областному законодательству предельный размер долга с учетом госгарантий не может превышать 45% собственных доходов области, а прямого долга – 40%. По итогам 2011 г. отношение долга к собственным доходам бюджета составило около 39%, в текущем году этот показатель может вырасти примерно до 42%.

**На 2012 г. запланировано крупное размещение.** Новый выпуск обещает стать крупнейшим субфедеральным займом года, но с учетом непростой ситуации на рынке сейчас сложно с уверенностью говорить о сроках размещения. Доходности на вторичном рынке по шестому и седьмому выпускам облигаций Самарской области близки к справедливым уровням, и в этом контексте первичное размещение региона будет представлять особенный интерес.

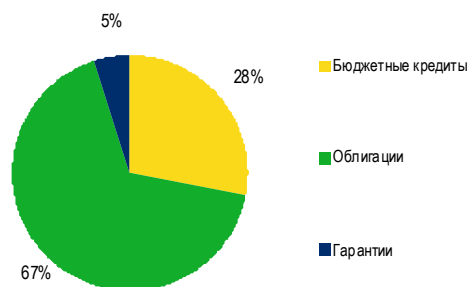
### Долг под контролем

Долговая нагрузка Самарской области, %				
	2009	2010	2011	2012П
Долг / Собств. доходы	42	36	33	32
Долг / Доходы	32	27	30	28

Источники: данные эмитента, оценка УРАЛСИБа

### Без банковских кредитов

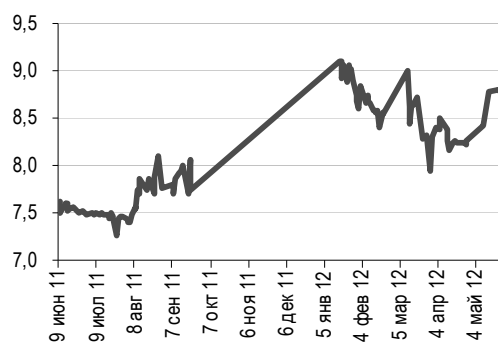
Структура госдолга Самарской области (на 01.05.2012)



Источники: данные эмитента

### В ожидании нового выпуска

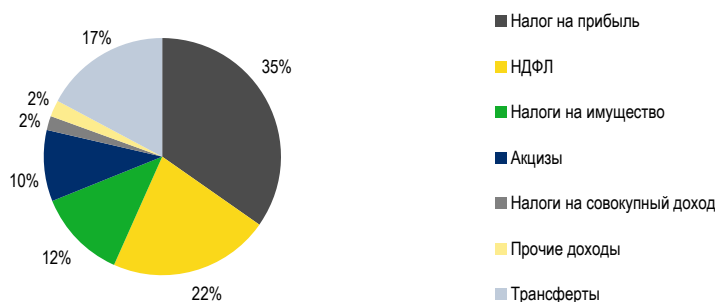
Доходность Самарская обл-7, % годовых



Источники: ММВБ

### Доля трансфертов постепенно снижается

Структура бюджетных доходов Самарской области в 2011 г., %



Источники: Федеральное казначейство

### Структура госдолга близка к оптимальной

Структура госдолга Самарской области, %

	2009	2010	2011	1 апр.12
Облигации	89	75	67	67
Банковские кредиты	-	-	-	-
Гарантии	7	6	4	4
Бюджетные кредиты	4	19	28	28
<b>Всего, млн руб.</b>	<b>24 867</b>	<b>25 295</b>	<b>33 835</b>	<b>33 819</b>

Источники: данные эмитента

### За исключением кризисных лет, дефицит бюджета значительно меньше прогнозных уровней

Основные параметры бюджета Самарской области

	2009	2010	2011	1 кв. 2012	2012П
Доходы бюджета	78 236	94 698	103 875	24 498	104 650
Собственные доходы	58 590	70 153	85 953	18 967	84 553
Безвозмездные поступления	19 646	24 544	17 922	5 531	20 097
Расходы (всего)	85 840	95 669	113 221	20 968	119 015
<b>Профицит/дефицит (-)</b>	<b>(7 604)</b>	<b>(971)</b>	<b>(9 345)</b>	<b>3 530</b>	<b>(14 364)</b>
% доходов	(10)	(1)	(9)	14	(14)

Источники: данные эмитента, оценка УРАЛСИБа

### Структура доходов области продолжает улучшаться

Динамика доходов Самарской области

	2009	2010	2011	1 кв. 2012	2012П	Доля в структуре доходов в 2011 г. %
Налог на прибыль	19 510	26 016	36 174	8 877	35 534	35
НДФЛ	18 665	19 540	22 664	5 095	21 819	22
Налоги на имущество	11 121	11 959	12 583	1 615	12 669	12
Акцизы	5 102	9 710	10 225	2 491	10 153	10
Налоги на совокупный доход	1 380	1 657	2 067	614	2 113	2
Прочие доходы	3 065	1 367	2 240	276	2 266	2
Безвозмездные поступления	19 646	24 545	17 922	5 531	20 097	17
<b>Итого</b>	<b>78 488</b>	<b>94 794</b>	<b>103 875</b>	<b>24 498</b>	<b>104 650</b>	
Собственные доходы	58 842	70 250	85 953	18 967	84 553	83
Безвозмездные поступления	19 646	24 545	17 922	5 531	20 097	17

Источники: данные эмитента, оценка УРАЛСИБа

## УСПЕШНЫЙ ДЕБЮТАНТ 2011 Г.

**Один из крупнейших регионов России.** Свердловская область – один из крупнейших регионов России (5-е место по населению, 6-е по ВРП, 23-е по ВРП на душу населения), донор федерального бюджета, один из главных промышленных центров. До 2009 г. область проводила крайне консервативную финансовую политику, поддерживая долг на уровне около 2%, причем представлен долг был преимущественно в форме государственных гарантий.

**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 17% от собственных доходов в 2009–2011 гг. Дефицит за год составил 8,9% расходов, что превышает средние значения для регионов-доноров. Рейтинг региона соответствует его финансовому положению.

**...однако долговая нагрузка остается низкой.** После выпуска облигаций и привлечение банковских кредитов долг области на конец 2011 г. составил менее 20% от собственных доходов бюджета. Мы ожидаем от эмитента новых выпусков в 2012 г. с целью финансирования инфраструктурных проектов и замещения бюджетных кредитов. Отметим, что часть госгарантий области выдана под облигационные займы, например Группы РСГ. Новая администрация области, скорее всего, скорректирует бюджет, но низкая долговая нагрузка и относительно быстрый восстановительный рост доходов дают руководству значительное пространство для маневра.

### Долговая нагрузка остается низкой

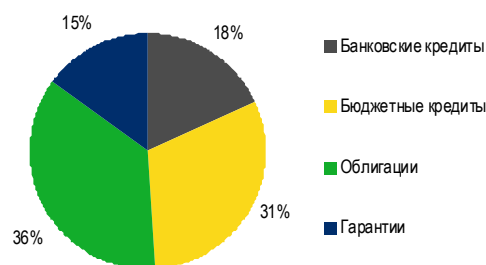
Долговая нагрузка Свердловской области, %

	2009	2010	2011	2012П
Долг / Собств. доходы	11	10	17	20
Долг / Доходы	8	8	14	18

Источники: данные эмитента, оценка УРАЛСИБа

### Доля облигаций и банковских кредитов растет, госгарантий и бюджетных кредитов – снижается

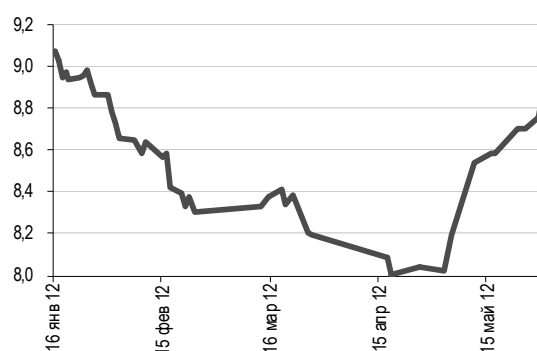
Структура госдолга Свердловской области (на 01.05.2012)



Источники: данные эмитента

### Успешный дебют 2011 г.

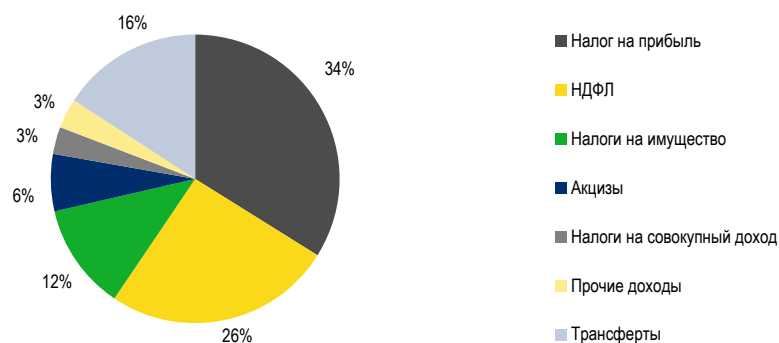
Доходность Свердловская обл-1, %



Источники: ММВБ

### Доходы области хорошо сбалансированы по источникам

Структура бюджетных доходов Свердловской области в 2011 г., %



Источники: данные эмитента

### Долг быстро вырос с низких уровней

Структура госдолга Свердловской области, %

	2009	2010	2011	1 апр.12
Облигации	-	-	15	37
Банковские кредиты	-	-	18	38
Гарантии	48	35	31	-
Бюджетные кредиты	52	65	36	25
<b>Всего, млн руб.</b>	<b>8 241</b>	<b>9 868</b>	<b>19 634</b>	<b>9 033</b>

Источники: данные эмитента

### Дефицит превышает средние значения для регионов-доноров

Основные параметры бюджета Свердловской области, млн руб.

	2009	2010	2011	1 кв. 2012	2012П
Доходы бюджета	103 324	120 722	139 503	33 023	141 828
Собственные доходы	73 116	96 283	117 263	27 543	123 557
Трансферты	30 208	24 439	22 240	5 480	18 272
Расходы (всего)	103 731	117 370	145 873	28 642	158 814
<b>Профицит/дефицит (-)</b>	<b>(407)</b>	<b>3 352</b>	<b>(6 370)</b>	<b>4 380</b>	<b>(16 985)</b>
% доходов	(0)	3	(5)	13	(12)

Источники: данные эмитента, оценка УРАЛСИБа

### Относительно быстрый восстановительный рост доходов

Динамика доходов Свердловской области, млн руб.

	2009	2010	2011	1 апр.12	2012П	Доля в структуре доходов в 2011 г. %
Налог на прибыль	20 245	36 773	47 254	12 670	56 505	34
НДФЛ	28 815	31 618	35 769	8 725	35 373	26
Налоги на имущество	12 893	14 576	16 718	1 596	16 398	12
Акцизы	5 623	7 365	8 831	2 588	8 251	6
Налоги на совокупный доход	2 817	3 302	4 047	1 110	3 877	3
Прочие доходы	2 725	2 650	4 645	854	3 154	3
Трансферты	30 208	24 439	22 240	5 480	18 272	16
<b>Итого</b>	<b>103 324</b>	<b>120 722</b>	<b>139 503</b>	<b>33 023</b>	<b>141 828</b>	
Собственные доходы	73 116	96 283	117 263	27 543	123 557	84
Трансферты	30 208	24 439	22 240	5 480	18 272	16

Источники: данные эмитента, оценка УРАЛСИБа

## БЕНЕФИЦИАР ОБОРОННЫХ РАСХОДОВ

**Экономика региона сильно зависит от оборонной промышленности и нефтегазовой индустрии.** Исторически сложилось, что в Удмуртии расположено множество предприятий оборонного сектора, которые сильно зависят от уровня военных расходов из федерального бюджета. Как следствие, в последние годы республика является бенефициаром увеличения расходов на оборону, таким образом, намеченное на ближайшие годы увеличение оборонных программ должно пойти ей на пользу.

**Финансовая политика, скорее всего, останется консервативной.** Республиканский бюджет 2012 года был сверстан исходя из крайне консервативных предположений, однако рост федеральных расходов на национальную оборону, по всей видимости, позволит перевыполнить доходы бюджета и сократить дефицит. В случае улучшения финансового положения региона возможны и положительные рейтинговые действия.

**Несмотря на быстрый рост, долговая нагрузка остается умеренной.** Республика давно присутствует на рынке облигаций и регулярно финансирует долг на рыночных условиях. Мы ожидаем нового размещения до конца текущего года. Находящиеся в обращении выпуски (на сумму 7,5 млрд руб.) торгуются на справедливых уровнях и не предлагают привлекательных возможностей для инвестирования.

### Долговая нагрузка останется стабильной

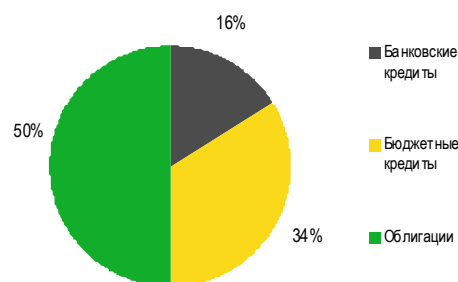
Долговая нагрузка Республики Удмуртия, %

	2010	2011	2012П
Долг / Собств. доходы	53	51	55
Долг / Доходы	35	33	34

Источники: данные эмитента, оценка УРАЛСИБа

### Взвешенная структура долга

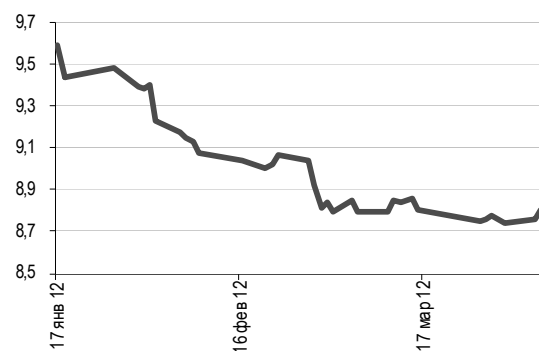
Структура госдолга Республики Удмуртия (на 01.05.2012)



Источники: данные эмитента

### Доходность достаточно стабильная

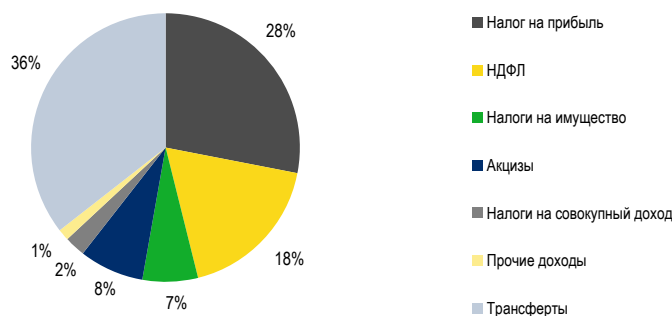
Доходность Удмуртия-5, % годовых



Источники: ММВБ

## От федерального бюджета зависят не только трансферты, но и оборот крупнейших налогоплательщиков

Структура бюджетных доходов Республики Удмуртия в 2011 г., %



Источники: данные эмитента

## Опора на облигации и бюджетные кредиты

Структура госдолга Республики Удмуртия, %

	2009	2010	2011
Облигации	46	43	51
Банковские кредиты	20	17	10
Гарантии	21	7	4
Бюджетные кредиты	13	34	35
<b>Всего, млн руб.</b>	<b>7 629</b>	<b>12 759</b>	<b>14 605</b>

Источники: данные эмитента

## Финансовая политика останется консервативной

Основные параметры бюджета Республики Удмуртия, млн руб.

	2009	2010	2011	1 кв. 2012	2012П
Доходы бюджета	35 023	36 222	44 510	10 028	41 757
Собственные доходы	21 856	24 268	28 700	7 179	25 813
Трансферты	13 168	11 954	15 809	2 849	15 945
Расходы (всего)	36 907	42 089	46 302	10 976	50 292
<b>Профицит/дефицит (-)</b>	<b>(1 884)</b>	<b>(5 867)</b>	<b>(1 792)</b>	<b>(948)</b>	<b>(8 535)</b>
% доходов	(5)	(16)	(4)	(9)	(20)

Источники: данные эмитента, оценка УРАЛСИБа

## Рост федеральных расходов на национальную оборону, вероятно, позволит перевыполнить доходы бюджета

Динамика доходов Республики Удмуртия, млн руб.

	2009	2010	2011	41000	2012П	Доля в структуре доходов в 2011 г. %
Налог на прибыль	7 525	9 482	12 464	3 454	10 547	26
НДФЛ	6 861	7 400	8 037	1 940	7 587	23
Налоги на имущество	2 778	2 862	2 932	321	2 897	10
Акцизы	2 653	3 246	3 577	1 032	3 564	10
Налоги на совокупный доход	678	842	1 026	280	923	3
Прочие доходы	1 361	437	664	151	295	3
Трансферты	13 168	11 954	15 809	2 849	15 945	26
<b>Итого</b>	<b>35 023</b>	<b>36 222</b>	<b>44 510</b>	<b>10 028</b>	<b>41 757</b>	
Собственные доходы	21 856	24 268	28 700	7 179	25 813	74
Трансферты	13 168	11 954	15 809	2 849	15 945	26

Источники: данные эмитента, оценка УРАЛСИБа

## СЫРЬЕВОЕ БОГАТСТВО

**Финансовое положение региона хорошее и продолжает улучшаться.** Якутия имеет достаточно низкую долговую нагрузку для своей рейтинговой категории (долг республики составляет 26% собственных доходов), с 2009 г. бюджет исполняется с существенным профицитом. Собственные доходы Якутии зависят от налоговых платежей добывающих компаний (на долю налога на прибыль приходится 39,5% собственных доходов региона), более того, более половины доходов поступает от четырех крупнейших налогоплательщиков.

**Зависимость республики от федеральных трансфертов остается высокой.** Ввиду своего географического расположения Якутия получает существенную долю доходов в форме федеральных трансфертов, несмотря на высокий уровень развития (5-е место в России по ВРП на душу населения). В случае сохранения высоких цен на сырье и роста доходов бюджета мы ожидаем положительных рейтинговых действий.

**Новый выпуск прошел успешно, ожидаем активности в 2013 г.** Регион имеет длинную и качественную кредитную историю, хорошую структуру долга (68% долга с погашением более чем через год) при достаточно ровном графике погашения долга до 2017 г. В середине мая 2012 г. регион разместил выпуск со спредом 157 б.п. и дюрацией 3,24 года. Мы не ожидаем новых выпусков в этом году, а на вторичном рынке облигации торгуются на спредливых уровнях.

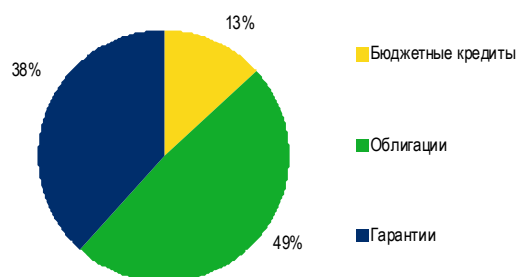
### Долговая нагрузка снижается по мере роста доходов

Долговая нагрузка Республики Якутия, %				
	2009	2010	2011	2012П
Долг / Собств. доходы	39	34	26	29
Долг / Доходы	20	17	14	15

Источники: данные эмитента, оценка УРАЛСИБа

### Банковские кредиты отсутствуют

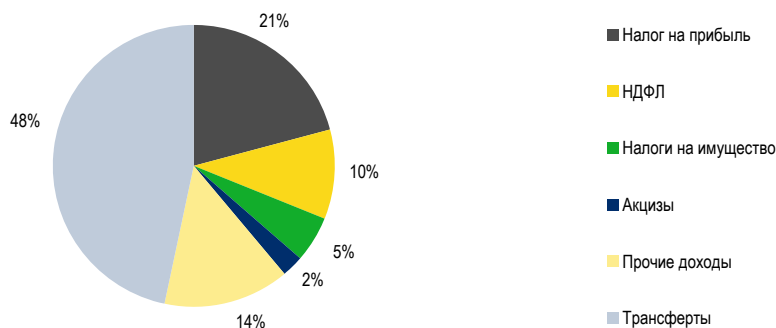
Структура госдолга Республики Якутия (на 01.05.2012)



Источники: данные эмитента

### Доля трансфертов высока из-за географического положения региона

Структура бюджетных доходов Республики Якутия в 2011 г., %



Источники: данные эмитента



Сырьевое богатство

**Длинная и качественная кредитная история**

Структура госдолга Республики Якутия, %				
	2009	2010	2011	1 апр.12
Облигации	54	49	49	48
Банковские кредиты	-	-	-	-
Гарантии	36	35	38	38
Бюджетные кредиты	10	17	13	13
<b>Всего, млн руб.</b>	<b>13 938</b>	<b>15 887</b>	<b>15 820</b>	<b>15 271</b>

Источники: данные эмитента

**Высокая доля федеральных трансфертов в доходах**

Основные параметры бюджета Республики Якутия, млн руб.					
	2009	2010	2011	1 кв. 2012	2012П
Доходы бюджета	83 525	95 078	114 595	33 899	111 839
Собственные доходы	36 185	46 670	60 961	14 886	58 028
Трансферты	47 340	48 408	53 634	19 013	53 811
Расходы (всего)	81 817	91 497	111 396	27 935	116 784
<b>Профицит/дефицит (-)</b>	<b>1 708</b>	<b>3 581</b>	<b>3 198</b>	<b>5 964</b>	<b>(4 945)</b>
% доходов	2	4	3	18	(4)

Источники: данные эмитента, оценка УРАЛСИБа

**Высокая доля налога на прибыль в собственных доходах**

Динамика доходов Республики Якутия, млн руб.						
	2009	2010	2011	1 апр.12	2012П	Доля в структуре доходов в 2011 г. %
Налог на прибыль	7 779	14 628	23 794	7 015	21 885	21
НДФЛ	9 506	10 451	11 821	2 903	11 340	10
Налоги на имущество	5 193	5 894	6 201	763	6 104	5
Акцизы	1 478	2 909	2 757	683	2 890	2
Налоги на совокупный доход	-	-	-	-	-	-
Прочие доходы	12 229	12 788	16 388	3 522	15 809	14
Трансферты	47 340	48 408	53 634	19 013	53 811	47
<b>Итого</b>	<b>83 525</b>	<b>95 078</b>	<b>114 595</b>	<b>33 899</b>	<b>111 839</b>	
Собственные доходы	36 185	46 670	60 961	14 886	58 028	53
Трансферты	47 340	48 408	53 634	19 013	53 811	47

Источники: данные эмитента, 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

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru  
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru  
Дарья Васильева, vasilievada@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru  
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru  
Яна Шнайдер, shnayderyi@uralsib.ru

### Управление по рынкам долгового капитала

#### Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@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

## 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, myrsikovav@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru  
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru  
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru  
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru  
Татьяна Днепровская, dnevrovskata@uralsib.ru

#### Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@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 Девятков, 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, degtyarevm@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

#### Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru  
Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru  
Алексей Андреев, andreevae@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  
Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru  
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

#### Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. 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 2012

**ООО «УРАЛСИБ Кэпитал»**

119048, Москва

Ул. Ефремова, 8

+7 (495) 788-08-88

[uralsib\\_research@uralsib.ru](mailto:uralsib_research@uralsib.ru)