

КАЧЕСТВО И ЛИКВИДНОСТЬ

Регион выходит на рынок

Качественный и ликвидный выпуск. Новый выпуск облигаций Белгородской области объемом 5 млрд руб. с дюрацией около 2,5 года – первый для региона после кризиса 2008–2009 гг. Выпуск полностью обеспечит рефинансирование обязательств области текущего года (в том числе и амортизацию федеральных бюджетных кредитов), при этом в 2012–2013 гг. уровень долга будет расти за счет увеличения доли государственных гарантий, не требующих обслуживания. Амортизационная структура нового выпуска позволит удлинить долг, сделать график погашения обязательств области в 2013–2017 гг. более комфортным и перенести основные расходы по обслуживанию задолженности на тот период (2 п/г 2013 – 1 п/г 2014 г.), когда ожидаются более высокие доходы.

Прочное финансовое положение региона. Белгородская область полностью преодолела последствия экономического кризиса. Налоговые поступления в ее бюджет растут, регион является бенефициаром федеральных программ развития и выигрывает от роста производства сельскохозяйственной продукции. В 2011 г. налоговые поступления обеспечили около 69% всех доходов области, в 2012 г. ожидается снижение доли федеральных трансфертов и рост коэффициента до 74%. Опорой бюджета являются доходы от сельского хозяйства, добычи полезных ископаемых, энергетики и транспорта.

Объем долга будет расти, но в основном за счет гарантий. По нашим оценкам, размер госдолга области к концу 2012 г. увеличится до 63,7% доходов, что, тем не менее, значительно ниже максимума, установленного Бюджетным кодексом РФ (100% собственных доходов). Как мы упоминали, в процессе увеличения долга банковские и бюджетные кредиты будут частично замещены новым облигационным займом и государственными гарантиями. Высокая доля последних снижает стоимость обслуживания и уменьшает давление на бюджет.

Негативные действия со стороны рейтинговых агентств маловероятны. Область имеет рейтинг «Ba1» по версии Moody's с прогнозом «Стабильный». Мы не ожидаем негативных действий со стороны рейтинговых агентств, особенно с учетом хорошего исполнения областного бюджета и улучшения структуры долга.

Новый выпуск привлекателен на уровне 9,1% годовых. При дюрации в 2,49 года справедливая доходность нового выпуска, по нашей оценке, составляет 9,1%, что соответствует ставке первого купона на уровне 7,92% годовых и спреда к ОФЗ в размере 190 б.п. При такой доходности премия к облигациям Самарской области-7 (дюрация 2,1 года), имеющей сопоставимое качество, но входящей в ломбардный список, составляет 30 б.п., что отражает потенциал для сужения спредов после включения бумаги Белгородской области в ломбардный список ЦБ РФ.

Белгородская область-6

Размещение	авг. 12
Погашение	авг. 17
Объем, млрд руб.	5
Купон	плавающий
Дюрация, гг.	2,49
Тип купона	квартальный
Справедливая доходность	9,1%

Источники: эмитент

График амортизационных выплат

2013	-
2014	50%
2015	30%
2016	10%
2017	10%

Источники: эмитент

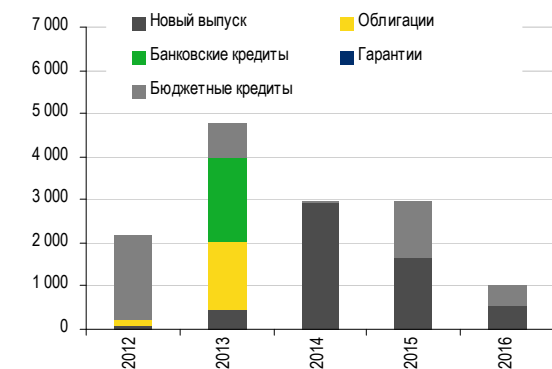
Рейтинг эмитента

S&P	-
Moody's	Ba1
Fitch	-

Источники: рейтинговые агентства

Достаточно ровный график погашения

График погашения госдолга области с учетом нового выпуска облигаций



Источники: эмитент, УРАЛСИБ Кэпитал

ДИВЕРСИФИЦИРОВАННАЯ ЭКОНОМИКА, ДИНАМИЧНЫЙ РОСТ

Развитое сельское хозяйство и активная промышленная политика. Белгородская область входит в число экономически развитых регионов России: на ее долю приходится приблизительно 1% общероссийского ВВП – 27-е место по ВРП в 2011 г. Область является одним из сельскохозяйственных центров страны. На ее территории сосредоточены 40% российских запасов железной руды, запасы других металлов, а также нерудных материалов, используемых в строительстве. Темпы роста промышленного производства области, как правило, несколько превосходят общероссийские, в основном за счет обрабатывающей промышленности.

Опережающие темпы роста. Уже в 2011 г. ВРП и занятость населения Белгородской области восстановились до докризисных уровней, что позволяет региону продолжать модернизацию и развитие инфраструктуры. Программа капвложений на нынешний год предусматривает значительные расходы на создание условий для запуска новых производств и привлечения инвестиций. Следует отметить активный приток в Белгородскую область мигрантов из других российских регионов и зарубежья, который говорит о благополучном состоянии рынка труда и хороших перспективах развития. В силу высокой популярности областной администрации и хороших экономических показателей регион станет одним из первых, где пройдут выборы губернаторов (в октябре 2012 г.).

Регион хорошо обеспечен собственными доходами

Отношение долга к собственным доходам на 01.01.2012 г., %

Костромская область	97
Вологодская область	90
Республика Татарстан	78
Калужская область	61
Республика Чувашия	56
Нижегородская область	53
Тверская область	49
Московская область	45
Белгородская область	43
Краснодарский край	39
Волгоградская область	37
Самарская область	33
Липецкая область	31
Республика Саха (Якутия)	26
Республика Коми	21
Москва	18
Свердловская область	17
Красноярский край	15
Республика Башкортостан	14
Ленинградская область	10
Ямало-Ненецкий АО	5
Ханты-Мансийский АО	4
Санкт-Петербург	3

Источники: Минфин, оценка УРАЛСИБа

ОПОРА НА СОБСТВЕННЫЕ СИЛЫ, УЧАСТИЕ В ПРОГРАММАХ РАЗВИТИЯ

Кризис привел к изменению структуры доходов региона. Даже в кризисный период Белгородская область проводила активную бюджетную политику, направленную на самостоятельное удовлетворение потребностей региона и выполнение инвестиционной программы. Состояние бюджета области позволяет отнести регион к числу наиболее устойчивых. В структуре налоговых доходов области доминируют налог на прибыль и НДС (соответственно около 38 % и 12 % в 2011 г.).

В наибольшей степени бюджет зависим от налога на прибыль

Структура доходов бюджета в 2011 г., %

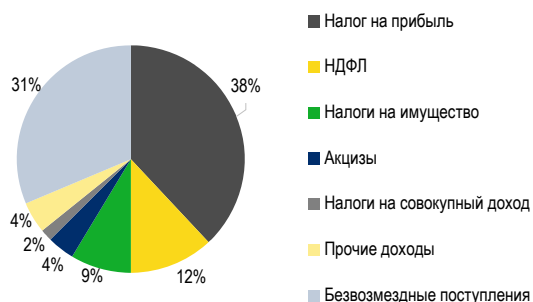
	Собственные доходы/бюджет	НП в доходах	НДС в доходах
ХМАО	91	49	17
Санкт-Петербург	91	27	30
Москва	89	38	32
Московская область	86	32	26
Свердловская область	84	34	26
Самарская область	83	35	22
Ленинградская область	80	35	20
Республика Коми	79	35	22
Красноярский край	78	38	19
Липецкая область	74	34	19
Нижегородская область	74	26	23
Вологодская область	73	31	22
Волгоградская область	70	27	16
Белгородская область	69	38	12
Тверская область	68	15	20
Калужская область	67	19	22
Республика Татарстан	63	30	14
Краснодарский край	60	20	19
Костромская область	54	14	18
Республика Якутия	53	21	10
Чувашия	53	16	15

Источники: Минфин, оценка УРАЛСИБа

Адекватная обеспеченность собственными доходами. После кризиса доходная часть бюджета Белгородской области отличается высокой (для аграрных и добывающих регионов) долей собственных доходов, то есть всех поступлений за исключением трансфертов из федерального бюджета. Мы не ожидаем существенного ухудшения бюджетных показателей области – за последние годы устойчивость ее бюджета повысилась.

По сравнению с 2011 г. ...

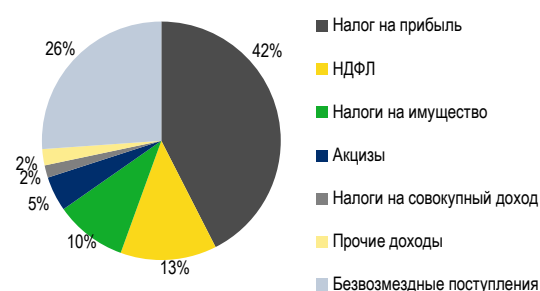
Доходы бюджета в 2011 г.



Источники: эмитент

...ожидается рост доли собственных доходов

План сбора доходов на 2012 г.



Источники: эмитент

Консервативное бюджетное планирование. Руководство области достаточно жестко проводит политику полного покрытия текущих расходов собственными доходами, отступление от правил имело место лишь в период острой фазы кризиса. Дефицит, как правило, возникает из-за капитальных расходов, которые могут быть отложены, если доходы сократятся. С 2000 г., за исключением кризисных лет, дефицит областного бюджета оказывался значительно ниже, чем прогнозировалось. В 2010 и 2011 гг. он составил по итогам года соответственно 2,9 и 2,7% от доходов. В 2011 г. бюджетный дефицит вырос – главным образом в связи с реализацией программ развития и увеличением затрат на инфраструктуру. Динамика исполнения бюджета в 1 п/г 2012 г. позволяет ожидать понижения прогнозов дефицита по мере приближения конца года.

Основные параметры бюджета Белгородской области, млн руб.

	2009	2010	2011	01.04.2012	2012П
Доходы бюджета	43 476	50 573	67 448	14 593	66 905
Собственные доходы	21 637	31 808	46 220	9 659	49 385
Безвозмездные поступления	21 839	18 765	21 228	4 933	17 518
Расходы (всего)	48 561	51 922	69 374	9 720	71 595
Профицит/дефицит (-)	(5 085)	(1 348)	(1 926)	4 872	(4 690)
% к доходам	(12)	(3)	(3)		(7)

Источники: эмитент, оценка УРАЛСИБа

Динамика доходов Белгородской области, млн руб.

	2009	2010	2011	01.04.2012	2012П
Налог на прибыль	5 960	13 817	25 602	5 614	28 372
НДФЛ	6 705	7 260	8 045	1 888	8 784
Налоги на имущество	4 030	4 910	5 849	841	6 573
Акцизы	1 783	2 316	2 727	717	3 078
Налоги на совокупный доход	813	891	1 097	320	1 196
Прочие доходы	2 345	2 614	2 899	280	1 384
Безвозмездные поступления	21 839	18 765	21 228	4 933	17 518
Доходы	43 476	50 573	67 448	14 593	66 905
Собственные доходы	21 637	41 298	42 103	9 659	49 385
Безвозмездные поступления	21 839	16 051	17 703	4 933	17 518

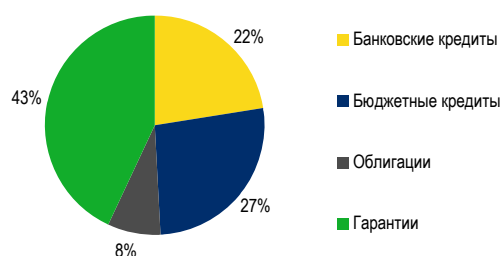
Источники: эмитент, оценка УРАЛСИБа

ВЫСОКОЕ КРЕДИТНОЕ КАЧЕСТВО

Новый выпуск диверсифицирует структуру регионального долга. У Белгородской области достаточно большой опыт присутствия на рынке рублевого долга и хорошая кредитная история, однако с 2008 г. регион не выходил на рынок. К настоящему моменту полностью погашены четыре выпуска облигаций области. В обращении находится один выпуск Белгородская область-5 объемом 1,5 млрд руб., который будет погашен в мае 2013 г. Новый выпуск позволит полностью покрыть финансовые потребности региона в текущем году и улучшить график погашения долга в 2013–2017 гг. График амортизации учитывает выплаты по другим обязательствам и позволяет избежать пиков погашений на весь период обращения новых бумаг.

После размещения...

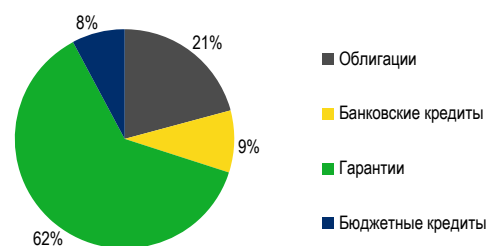
Госдолг на 1.01.2012



Источники: эмитент

...доля кредитов снизится

Планируемая структура долга на 1.01.2013



Источники: эмитент

Возврат к рыночным инструментам. Объем долговых обязательств региона на 1 июля 2012 г. составлял 20,5 млрд руб. Из них 43% приходилось на гарантии, вероятность реализации которых достаточно низкая. Доля бюджетных кредитов составляла около 28% долга, банковских кредитов – 22%, а облигаций – около 7%. После размещения нового выпуска ожидается рост доли облигаций до 21%, при одновременном сокращении доли банковских и бюджетных кредитов. Увеличение долга, запланированное на 2012 г., будет осуществлено преимущественно за счет гарантий, не требующих обслуживания. Рост доли рыночных инструментов в общем объеме госдолга позволит более активно управлять его структурой, длиной и оптимизировать расходы на обслуживание.

Увеличение госдолга будет осуществляться в основном за счет госгарантий

Отношение долга к собственным доходам, %

2009	67
2010	48
2011	43
2012П	64

Источники: эмитент, оценка УРАЛСИБа

Структура госдолга Белгородской области

%	Облигации	Банковские кредиты	Гарантии	Бюджетные кредиты	Всего, млн руб.
2009	30	2	43	26	14 513
2010	8	16	39	37	15 311
2011	8	22	43	27	19 675
2012П	21	9	62	8	31 475

Источники: эмитент, оценка УРАЛСИБа

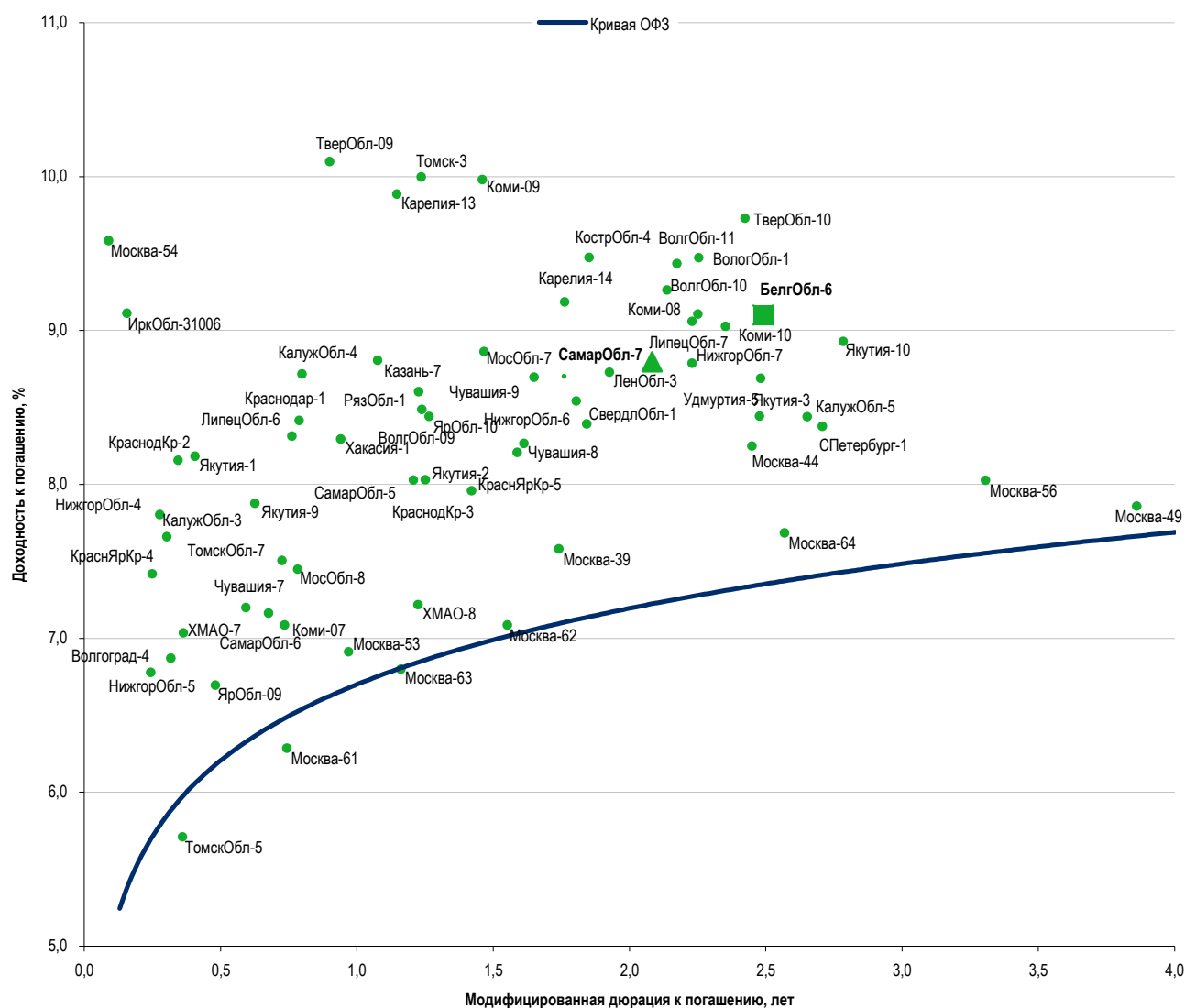
НОВЫЙ ВЫПУСК ПРИВЛЕКАТЕЛЕН ПРИ ДОХОДНОСТИ ОТ 9,1 % ГОДОВЫХ

На рынке субфедерального долга дефицит предложения. Привлекательность нового выпуска следует оценивать в контексте общей ситуации на рынке субфедерального долга. В 2011 г., несмотря на появление новых имен (Свердловская область), рынок не изобиливал предложением, и в целом год завершился не очень удачно, с трудом дотянув до планки 2006 г.: объем фактически размещенных субфедеральных займов составил лишь 53 млрд. рублей. Ожидать существенного прогресса в текущем году не приходится: объем рынка субфедерального долга продолжает сокращаться. Крупнейший эмитент – город Москва – еще годом ранее официально заявил об уходе с рынка заимствований в связи со значительным профицитом бюджета и начал скупку облигаций, находящихся в обращении. Московская область улучшила свое финансовое положение, но с учетом опыта 2008–2009 гг. по-прежнему проводит политику выплаты долга, опираясь на финансовую поддержку федерального центра. Выше, чем у Белгородской области, кредитные рейтинги у Москвы (сокращает долговую нагрузку) и ХМАО (не планирует новых займов в нынешнем году), Татарстана и ЯНАО (не присутствующих на долговом рынке), а также Санкт-Петербурга (проводит весьма консервативную политику заимствований). Самарская область завершила размещение, уменьшив предлагаемый объем нового облигационного займа с 15 млрд руб. до 10 млрд руб. Остальные регионы, выходившие в последнее время на рынок, хуже по кредитному качеству либо разместили не слишком большие выпуски (Чувашия, Якутия, Липецкая область), не позволяющие обеспечить новым бумагам достаточную ликвидность.

Новый выпуск выглядит привлекательным. После сложного периода в мае – июне ситуация на рынке улучшилась, о чем свидетельствуют успешные размещения и доразмещения субфедеральных облигаций (Самарская и Липецкая области). Мы ожидаем, что объем и кредитный рейтинг выпуска, а также его соответствие требованиям ломбардного списка ЦБ РФ позволяют ожидать, что проблем с ликвидностью не будет. Ограниченность предложения качественных субфедеральных облигаций делает новый выпуск достаточно интересным. При дюрации 2,5 года и с учетом результатов последних размещений его справедливая доходность, по нашей оценке, составляет 9,1%, что соответствует ставке первого купона на уровне 7,92% годовых и спреда к ОФЗ в размере 190 б.п. Такая доходность также предполагает спред к сопоставимой качеству Самарской области-7 (дюрация 2,1 года) на уровне 30 б.п. и дисконт в размере 20 б.п. к только что размещенному выпуску Самарская область-8 (дюрация 1,9 года, доходность 9,3%). Включение нового выпуска в ломбардный список ЦБ и котируемый лист «А» ММВБ будут способствовать снижению спреда к ОФЗ на 25–30 б.п.

См. график на следующей странице.

Карта доходностей на 01.08.2012 г. с добавлением нового выпуска



Источник: 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

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, samojlovaa@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 Мырскова, myrsikovanv@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

Станислав Кондратьев, kondratievsv@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Николай Дьячков, dyachkovna@uralsib.ru

Банки

Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@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

Марат Ибрагимов, ibragimovmy@uralsib.ru

Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru

Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru

Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru

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