

Еврооблигации Киева В духе Прометея

- **Рекомендация закрыта.** Мы впервые рекомендовали облигации Киева седьмого августа прошлого года, когда выпуск с погашением в 2011 г. торговался на уровне 68% от номинала. Сейчас, когда котировки превышают 90%, мы не видим значительного потенциала в инструментах эмитента по сравнению с суверенными обязательствами Украины (которые проще использовать в операциях РЕПО) или бумагами лучших украинских корпоративных заемщиков. Несмотря на отличную репутацию Киева, заработанную своевременным обслуживанием задолженности в трудных условиях кризисного времени, в дальнейшем ситуация может развиваться по-разному. При нынешних ценовых уровнях дальнейший потенциал роста котировок нам представляется крайне ограниченным, как минимум до тех пор, пока не произойдет сужение суверенных спрэдов (если таковое вообще будет иметь место).
- **В духе Прометея.** Государственное казначейство Украины восьмого февраля представило последние данные об использовании Киевом механизмов межбюджетной поддержки краткосрочной ликвидности. Данные показывают, что соглашение с центральными органами власти относительно доступа к данным ресурсам на 2010 г. было подписано только 12 января, а первый транш выбран 18 января. Это означает, что для выплаты 15 января купона по еврооблигациям с погашением в 2011 г. Киев использовал только собственные ресурсы. Если учесть, что финансовое положение столицы остается очень напряженным и расходы, возможно, урезаются либо откладываются, даже выплата USD8.6 млн свидетельствует об очень высоком стремлении заемщика платить по долгам. Намерения, по нашему мнению, достойные похвалы, но их реализация может стать все более непростой.
- **Поддержка в обратном направлении.** Добросовестное исполнение обязательств перед держателями облигаций особенно показательна, учитывая, что в декабре прошлого года Киев был вынужден резко увеличить трансферты центральному правительству, вследствие чего существенно ухудшилась и без того не лучшая ликвидная позиция города (см. *табл.* с основной бюджетной статистикой). Только в декабре трансферты Киева в центральный бюджет составили почти 1.1 млрд грн., то есть более 80% доходов города от сбора налогов за тот же период. В результате ему пришлось привлечь дополнительное финансирование в размере порядка 1 млрд грн. Нам не ясна природа этого финансирования – соответствующего увеличения кредитов, выданных местным властям украинскими банками, не произошло. Тем не менее, направление поддержки между городом и центральным правительством изменилось.
- **Рост «забалансовой» задолженности.** Значительная часть городской задолженности остается «за балансом» – главным образом это просроченные компенсации Киевэнерго за регулируемые тарифы на центральное отопление и горячее водоснабжение, установленные ниже уровня затрат. По данным НАК Нафтогаз Украины, кредиторская задолженность по расчетам с Киевэнерго – которая в значительной степени отражает обязательства города – на первое января достигала 1.1 млрд грн. С первого ноября 2009 г. принятое ранее решение о повышении тарифов на отопление и горячее водоснабжение для конечных потребителей было отменено по политическим, как мы полагаем, мотивам, после того как центральное правительство потребовало от НАК Нафтогаз Украины фактически предоставить очень выгодный торговый кредит Киевэнерго для покупок газа в отопительный сезон, при этом выплаты не предполагаются ранее мая 2010 г.
- **И снова выборы...** Выборы в муниципальные органы власти должны состояться 30 мая. Высказываются различные мнения – что, впрочем, характерно для Украины – относительно того, следует ли одновременно с выборами в Киевскую раду проводить выборы мэра (действующий мэр Л. Черновецкий победил на внеочередных выборах 2008 г.). Как бы то ни было, мы считаем высокой вероятностью появления в столице нового мэра, но участие г-на Черновецкого в выборах означает неизбежное дополнительное давление на бюджет Киева, на этот раз по причинам внутреннего характера. По совпадению, крупные платежи по облигациям со сроками погашения в 2012 и 2015 гг., сумма которых превышает USD20.3 млн, приходится на канун выборов.
- **Новое правительство.** Фактором риска остается управление государственными финансами после формирования нового правительства. Как показывает случай с НАК Нафтогаз Украины даже возобновление кредитования Украины МВФ, что мы считаем весьма вероятным, не означает, что держатели облигаций Киева автоматически окажутся в выигрыше. Надежная и официальная статистика по накопленным просроченным платежам городского бюджета отсутствует, но мы полагаем, что есть достаточно свидетельств для допущения, что все возможности по урезанию расходов исчерпаны. Пересмотр графика погашения представляется нам не оптимальным вариантом для Киева, однако вероятность задержки купонных платежей возрастает, что при нынешних ценовых уровнях представляет угрозу.
- **Каковы масштабы выплат по обслуживанию долга?** Причина, по которой доля платежей по обслуживанию долга в общем объеме выплат в четвертом квартале 2009 г. представляется значительной (почти 11%), состоит в том, что купонный доход по выпускам еврооблигаций с погашением как в 2012, так и в 2015 гг. подлежал выплате в ноябре 2009 г. Во втором квартале прошлого года аналогичные выплаты совпали с разовым повышением расходов на электроэнергию (городская администрация выплатила 1.2 млрд грн. задолженности перед Киевэнерго за счет кредитов в местных банках), что привело к существенному увеличению общей суммы расходов, в связи с чем доля платежей по обслуживанию долга выглядела низкой.

Таблица 1. Киев: фактическое исполнение бюджета

	Показатели по итогам года			Среднемесячные показатели				
	2009	2008	Изменение, %	1 кв. 09	2 кв. 09	3 кв. 09	4 кв. 09	Изменение, %
Налоговые поступления	11 637	12 073	-4%	862	1 039	929	1 050	13%
Налог на прибыль физических лиц	9 381	9 860	-5%	681	862	739	845	14%
Земельный налог	1 743	1 484	17%	131	137	152	160	5%
Единый налог для малых предприятий	218	236	-8%	18	18	18	19	11%
Неналоговые поступления	270	498	-46%	22	23	23	22	-7%
Доходы общего фонда бюджета до субвенций	11 913	12 571	-5%	884	1 062	953	1 072	12%
Субвенции центрального правительства	992	2 459	-60%	68	78	78	107	38%
Суммарные доходы общего фонда бюджета	12 981	15 190	-15%	952	1 141	1 032	1 202	16%
Доходы специального фонда бюджета	2 556	5 343	-52%	183	157	211	302	43%
Итого доходы бюджета	15 538	20 532	-24%	1 135	1 297	1 243	1 504	21%
Расходы общего фонда бюджета	8 878	8 319	7%	582	1 075	569	733	29%
Процентные платежи	633	399	59%	27	64	44	77	75%
Расходы специального фонда бюджета	2 846	5 996	-53%	136	212	214	387	81%
Трансферты центральному правительству	6 302	5 501	15%	384	540	457	719	57%
Итого расходы бюджета	18 050	21 432	-16%	1 102	1 831	1 242	1 842	48%
Сальдо бюджета	(2 513)	(900)	179%	32	(534)	1	(338)	н/д
Финансирование	2 513	900	179%	(32)	534	(1)	338	н/д
Проценты как доля расходов общего фонда бюджета	7.1%	4.8%	+2.3 п. п.	4.6%	5.9%	7.7%	10.5%	36%

Источники: Киевская городская государственная администрация, оценка Ренессанс Капитала

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета, с целью предоставления информации общего характера об эмитенте или эмитентах (собирательно «Эмитент»), ценных бумагах и рынках, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что в отношении Эмитента, ценных бумаг и рынков настоящий отчет был подготовлен независимо от Эмитента и все суждения, изложенные в настоящем отчете, точно отражают его или ее личные взгляды касательно Эмитента и всех без исключения указанных ценных бумаг и рынков. С целями сбора, анализа и синтеза рыночной информации каждый аналитик и/или лица, связанные с каким-либо аналитиком, могли находиться во взаимодействии с сотрудниками Управления по торговле акциями и Управления по работе с клиентами. В случае если дата отчета отличается от сегодняшней, мнения и содержание могут не отражать актуальные суждения аналитиков.

Каждый аналитик также подтверждает, что никакая часть полученного им или ею вознаграждения не была и не будет связана прямо или косвенно с определенными рекомендациями, прогнозами, расчетами, мнениями или суждениями, изложенными в настоящем отчете. Вознаграждение аналитиков определяется на основании деятельности и услуг, направленных на получение выгоды инвесторами, которые являются клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited и всех дочерних и зависимых компаний («Ренессанс Капитал»). Как и все сотрудники Ренессанс Капитала, аналитики получают вознаграждение в зависимости от доходности деятельности Ренессанс Капитала, которая включает выручку прочих.

Ренессанс Капитал

Ренессанс Капитал

123317, Москва
Пресненская набережная, 10
Тел.: + 7 (495) 258 7777
Факс: + 7 (495) 258 7778
www.rencap.com

Аналитическое управление

**Руководитель аналитического
управления**
Роланд Нэш
+ 7 (495) 258 7916
RNash@rencap.com

Начальник отдела анализа акций
Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
ABurgansky@rencap.com

**Начальник отдела макроэкономики
и анализа долговых обязательств**
Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
AMoiseev@rencap.com

Рынок акций – Россия
Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
NZagvozdina@rencap.com

Стратегия на рынке акций
+ 7 (495) 258 7916
Роланд Нэш
RNash@rencap.com
Томас Манди
Ованес Оганисян

Банковский сектор
+ 7 (495) 258 7748
Дэвид Нангл
DNangle@rencap.com
Милена Иванова-Вентурини
Армен Гаспарян

Медиа и ИТ, сектор недвижимости
+ 7 (495) 258 4350
Дэвид Фергусон
DFerguson@rencap.com

Металлургия
+ 7 (495) 258 7743
Роб Эдвардс
REdwards@rencap.com
Борис Красноженов

Нефть и газ
+ 7 (495) 258 7904
Александр Бурганский
ABurgansky@rencap.com
Ирина Елиневская
Ильдар Давлетшин
Татьяна Калачева

**Потребительский сектор
и сельское хозяйство**
+ 7 (495) 258 7753
Наталья Загвоздина
NZagvozdina@rencap.com
Ульяна Ленвальская

Телекоммуникации и транспорт
+ 7 (495) 258 7902
Александр Казбеги
AKazbegi@rencap.com
Иван Ким

Химия и машиностроение
+ 7 (495) 783 5653
Марина Алексеенкова
MAlexeenkova@rencap.com

Электротехника
+ 44 (20) 7367 7793
Дерек Уивинг
DWaving@rencap.com
Владимир Скляр

**Макроэкономика и рынок
долговых обязательств**
+ 7 (495) 258 7946
Алексей Моисеев
AMoiseev@rencap.com
Николай Подгузов
Петр Гришин
Максим Раскоснов
Андрей Марков
Анастасия Головач
Антон Никитин
Илья Жила

Рынок Средней Азии
+ 7 (727) 244 1544
Милена Иванова-Вентурини
Татьяна Калачева

Рынок Украины
+ 38 (044) 492 7383
Анастасия Головач

**Редакционно-издательский отдел,
выпуск на английском языке**
+ 7 (495) 258 7785
Александра Волдман
AWaldman@rencap.com
Патриция Сомервиль
Мичико Фокс
Марк Портер
Иван Алешин

**Редакционно-издательский отдел,
выпуск на русском языке**
+ 7 (495) 258 7770 x4001
Екатерина Малахова
EMalakhova@rencap.com
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун

Административная поддержка
+ 7 (495) 725 5216
Юлия Попова
Екатерина Лизунова

© 2010 ООО «Ренессанс Капитал – Финансовый Консультант» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.