



ПОЗИЦИОНИРОВАНИЕ ОБЛИГАЦИОННОГО ЗАЙМА АИЖК РЕСПУБЛИКИ ХАКАСИЯ

Эмитент	ОАО «Ипотечное агентство жилищного строительства Республики Хакасия»
Государственная гарантия	Государственная гарантия Республики Хакасия в объеме, равном сумме номинальной стоимости Облигаций и купонного дохода по Облигациям
Объем эмиссии	380 000 000 (триста восемьдесят миллионов) рублей
Срок обращения	3 года (1 092 дня)
Ориентир доходности	10.5-10.9% годовых

Выход на облигационный рынок займов региональных АИЖК, обеспеченных гарантией субъекта РФ, уже стал привычным для инвесторов; в целом сложилась и схема оценки доходности таких бумаг.

Анализ основывается на позиционировании гаранта выпуска, в качестве которого выступает субъект РФ, а полученная оценка корректируется на премию за статус «квазисубфедерального» займа.

АИЖК Республики Хакасия

Акционерами ОАО «Ипотечное агентство жилищного строительства Республики Хакасия» (далее — ИАЖС РХ) являются Республика Хакасия в лице Государственного комитета Республики Хакасия по управлению государственным имуществом (86%), генеральный директор ИАЖС РХ Бугаева Ольга Юрьевна (13.71%), муниципальное образование г. Абакан в лице Комитета муниципальной экономики Администрации г. Абакана (0.29%).

ИАЖС РХ является Региональным оператором АИЖК. *Более подробно с деятельностью ИАЖС РХ можно ознакомиться в информационном меморандуме.*

Республика Хакасия

Предоставленное правительством Республики Хакасия обеспечение по облигационному займу АИЖК покрывает сумму как обязательства, так и выплачиваемых купонов. Это позволяет рассматривать выпуск как квазисубфедеральный и строить оценку доходности выпуска на основании анализа Республики Хакасия.

Республика Хакасия, ее позиционирование на облигационном рынке

Республика Хакасия входит в Сибирский Федеральный округ.



- ВРП республики по итогам 2006 года составил 51.5 млрд рублей, увеличившись вдвое по сравнению с 2002 годом (21.5 млрд рублей), ВРП на душу населения составил 95.9 тыс. рублей.

- Базовой отраслью местной экономики является промышленность (38% в объеме ВРП), формирующая значительную часть (36.7%) налоговых поступлений в республиканский бюджет. Основные отрасли — цветная металлургия, электроэнергетика, топливная промышленность. Их удельный вес в объеме промышленного производства превышает 77%.

- Среди добывающих предприятий крупнейшими являются группа угледобывающих предприятий ОАО «Сибирская угольная энергетическая компания» (СУЭК), ООО УК «Разрез Степной». Ведущими предприятиями металлургической отрасли в республике являются: ОАО «РУСАЛ

Саяногорский алюминиевый завод», ОАО «РУСАЛ САЯНАЛ» (обеспечивает фольгой 60% российского рынка), ООО «Туимский завод по обработке ЦМ», ООО «Сорский ФМЗ».

- Доля инвестиций в ВРП республики в 2006 году составила 37% (в 2005 году — 26%), что значительно выше среднероссийского показателя (16%). Объем инвестиций в основной капитал составил в 2006 году 19 447 млн рублей. Среднегодовой прирост инвестиций прогнозируется на уровне более 3% до 2010 года.
- В январе–апреле 2007 года среднемесячные денежные доходы на душу населения составили 6 483.5 руб., денежные расходы на душу населения — 6 930.6 руб.; реальные денежные доходы увеличились по сравнению с январем–апрелем 2006 года на 10.4%, реальные денежные расходы — на 13.4%.
- Средняя начисленная заработная плата в апреле 2007 года равнялась 10 688.7 руб. и по сравнению с апрелем 2006 года возросла на 23.8%.



Анализ бюджета

Анализ бюджетных показателей

Доходы Республики Хакасия по итогам 2006 года составили 6.6 млрд рублей, при этом 75% средств было получено из собственных источников, и, соответственно, 25% — из федерального бюджета (что характеризует регион как достаточно независимый в плане формирования доходной базы). В соответствии с планами на 2007 год такая пропорция должна сохраниться: доля помощи из вышестоящего бюджета не превысит 27%, объем доходов увеличится до 7.7 млрд рублей.

В структуре доходов региона доля налоговых поступлений составила по результатам 2006 года 69%, в том числе на «Налоги на прибыль предприятий» и НДФЛ приходилось по 23% от совокупного объема доходов бюджета, 10% — на «Налоги на имущество» и 8% — на акцизы. Неналоговые доходы занимают порядка 2%, безвозмездные перечисления — 25%. Согласно плану на 2007 год, структура доходов не должна претерпеть значительного изменения за исключением некоторого уменьшения доли НДФЛ (до 19%) в пользу «Налога на прибыль организаций (рост до 25%) и безвозмездных перечислений (до 27%)».

	2006 факт	Структура	2007	Структура	Изменение
Налоги на прибыль, доходы	2 997 504	45%	3 397 587	44%	13,3%
Налог на прибыль организаций	1 501 896	23%	1 965 604	25%	30,9%
НДФЛ	1 495 608	23%	1 431 983	19%	-4,3%
Налоги на товары (работы, услуги)	558 518	8%	574 015	7%	2,8%
Налоги на совокупный доход	98 976	1%	125 916	2%	27,2%
Налоги на имущество	644 515	10%	749 787	10%	16,3%
Налоги, сборы и регулярные платежи за пользование природными ресурсами	235 079	4%	233 494	3%	-0,7%
Государственная пошлина, сборы	120	0%	103	0%	-14,2%
Задолженность и перерасчеты по отмененным налогам, сборам и иным обязательным платежам	1 478	0%		0%	-100,0%
Итого налоговых доходов	4 536 190	69%	5 080 902	66%	12,0%
Доходы от использования имущества, находящегося в государственной и муниципальной собственности	95 655	1%	66 285	1%	-30,7%
Платежи при пользовании природными ресурсами	26 658	0%	27 529	0%	3,3%
Доходы от оказания платных услуг и компенсации затрат государства	21 698	0%	23 065	0%	6,3%
Доходы от продажи материальных и нематериальных активов	403	0%	100	0%	-75,2%
Административные платежи и сборы	939	0%	220	0%	-76,6%
Штрафы, санкции, возмещение ущерба	231	0%	169	0%	-26,8%
Прочие неналоговые доходы	3 969	0%	1 790	0%	-54,9%
Итого неналоговых доходов	149 553	2%	119 158	2%	-20,3%
Безвозмездные поступления	1 669 625	25%	2 117 893	27%	26,8%
Доходы бюджетов бюджетной системы российской федерации от возврата остатков субсидий и субвенций прошлых лет	13	0%		0%	-100,0%
Возврат остатков субсидий и субвенций прошлых лет	-2 477	0%		0%	-100,0%
Доходы от предпринимательской и иной приносящей доход деятельности	254 873	4%	420 343	5%	64,9%
Всего доходов	6 607 777	100%	7 738 296	100%	17,1%

В 2007 году доходы бюджета Республики Хакасия должны вырасти на 17% , в наибольшей степени за счет увеличения поступлений налога на прибыль предприятий (+30.9%) и безвозмездных перечислений (+26.8%). За 8 месяцев годовой план исполнен на 71%; по основным приходным статьям средств получено больше, нежели чем в 2006 году («Налога на прибыль предприятий» поступило в бюджет на 17% больше, совокупных доходов — на 25%), что позволяет предположить, что итоговое исполнение будет близко к прогнозируемому.

На 1 января 2007 года Республика Хакасия практически не имела долгов: объем задолженности составлял 50.3 млн рублей, то есть чуть более 1% по отношению к собственным доходам бюджета. На конец текущего года объем обязательств составит по плану 524 млн рублей (верхняя граница в соответствии с законом о бюджете — 1.45 млрд рублей) при этом отношение «Долг/собственные доходы» увеличится до 10.08%, что остается очень низким показателем и позволяет говорить о регионе с минимальным объемом долговых обязательств.

Резюме: оцениваем кредитное качество Республики Хакасия на среднем уровне. С одной стороны, оценка ограничена масштабами региона и его доходной базы. С другой — поддерживается высокой самостоятельностью в части формирования доходов и низкой долговой нагрузкой.



Сравнение с другими субъектами РФ

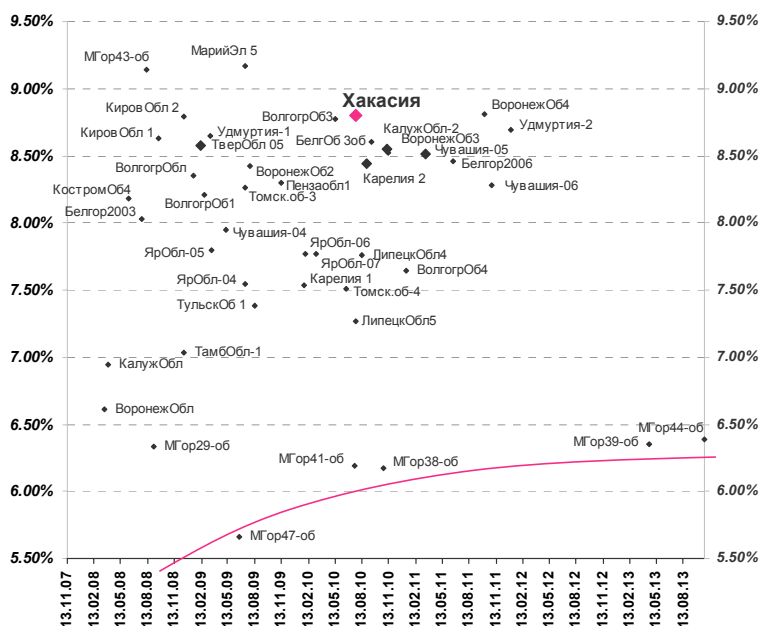
Наименование источника	Налоговые доходы	Неналоговые доходы	Собственные доходы	Безвозмездные поступления	Итого	Доля собственных доходов	Долг/собственные доходы	Долг
Республика Алтай	954 610	156 101	1 110 711	5 354 606	6 465 317	17,2%	0,65	725 306
Кабардино-Балкарская Республика	2 305 912	1 059 920	3 571 244	6 390 421	9 961 665	35,8%	0,43	1 523 810
Республика Марий Эл	3 997 905	478 302	4 476 206	4 237 020	8 713 226	51,4%	0,18	803 161
Республика Хакасия	4 536 190	147 089	4 938 044	1 669 625	6 607 670	74,7%	0,01	49 990
Костромская область	4 817 494	384 049	5 201 543	2 802 079	8 003 622	65,0%	0,63	3 251 883
Курганская область	4 894 162	252 583	5 414 680	5 616 375	11 031 055	49,1%	0,16	863 982
Тамбовская область	5 720 372	515 316	6 534 971	5 722 662	12 257 634	53,3%	0,11	751 415
Пензенская область	7 316 481	345 932	7 950 865	8 067 276	16 018 141	49,6%	0,16	1 286 531
Республика Карелия	7 898 272	720 807	8 950 544	2 702 853	11 653 397	76,8%	0,23	2 074 087
Чувашская Республика	8 142 463	490 806	9 108 161	6 126 955	15 235 116	59,8%	0,33	3 042 371
Калужская область	8 295 253	426 475	9 198 395	3 695 188	12 893 583	71,3%	0,33	2 990 547
Кировская область	9 022 385	802 359	10 566 162	6 583 061	17 149 223	61,6%	0,21	2 186 318
Тульская область	12 369 835	305 115	13 123 497	4 528 710	17 652 206	74,3%	0,26	3 430 227
Тверская область	12 492 975	615 347	13 701 125	5 006 677	18 707 802	73,2%	0,17	2 260 839
Воронежская область	13 338 598	1 266 734	14 605 331	7 237 478	21 842 809	66,9%	0,14	2 095 033
Ярославская область	15 077 947	565 815	15 643 762	2 514 733	18 158 495	86,2%	0,42	6 563 986
Республика Удмуртия	15 475 374	514 680	15 990 054	4 401 141	20 391 195	78,4%	0,15	2 388 930
Томская область	16 495 877	672 272	17 168 149	3 101 084	20 269 233	84,7%	0,17	2 882 214
Белгородская область	17 319 626	660 864	18 510 698	4 669 960	23 180 657	79,9%	0,36	6 746 716
Липецкая область	19 235 784	426 052	19 661 836	1 598 337	21 260 173	92,5%	0,12	2 285 709
Волгоградская область	21 267 405	870 603	22 138 008	6 696 935	28 834 943	76,8%	0,19	4 175 383

Анализ проводился на основании исполнения 2006 года

Республика Хакасия значительно выигрывает среди российских регионов с сопоставимым объемом бюджетных доходов, чьи облигационные займы представлены на публичном рынке: у Республики Марий Эл, Курганской, Тамбовской, Пензенской областей — по показателю финансовой независимости; у Костромской области, — по размеру долговой нагрузки, а у Республики Алтай - практически по всем статьям.

Исходя из небольшой разницы в масштабах, считаем справедливым позиционировать займ Республики Хакасия с премией порядка 15–20 б.п. к займам Республики Карелия и Калужской области.

С учетом сложившейся на 13 ноября конъюнктуры рынка рублевых облигаций, считаем, что Республика Хакасия могла бы разместить трехлетний заем на уровне 8.70–8.90% годовых.





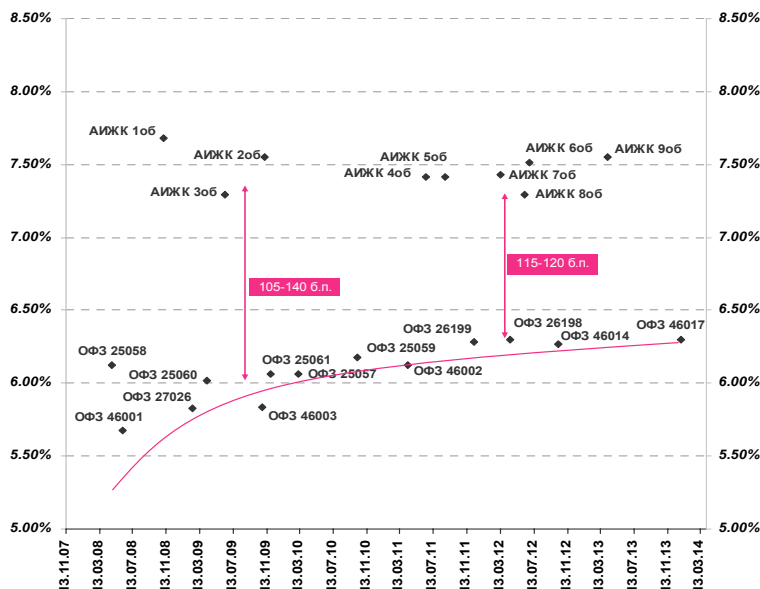
Оценка спреда между субфедеральным и «квазисубфедеральным» займов

Наиболее адекватно разницу в доходности займов в зависимости от их статуса демонстрируют облигации АИЖК по отношению к федеральным займам. Большинство выпусков АИЖК обеспечено гарантией правительства РФ, что обеспечивает им квазифедеральный статус.

В настоящее время разница в ставках между сопоставимыми по срочности бумагами составляет по «длинному» крылу порядка 115–120 б.п., по менее ликвидному «короткому» — колеблется в диапазоне 105–140 б.п. Исторически в моменты хорошей рыночной конъюнктуры спред сжимался до 100 б.п.

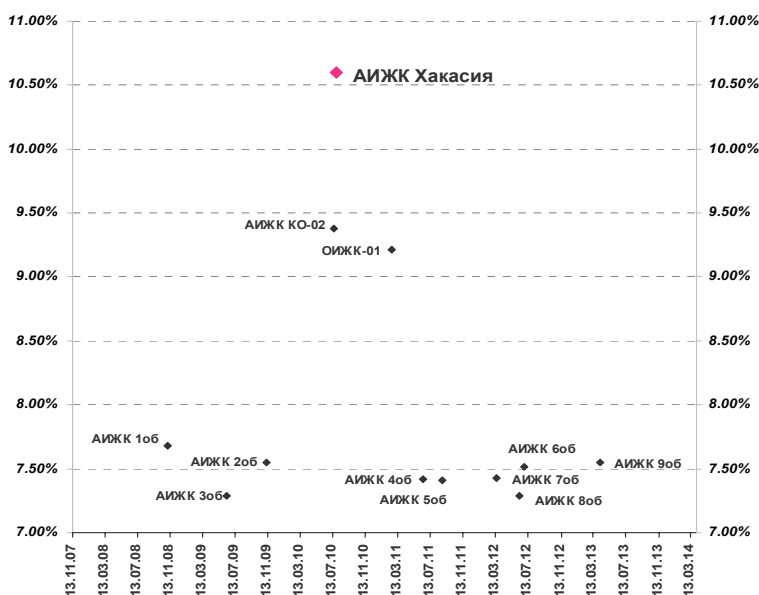
Однако отметим, что, с одной стороны, в настоящее время рынок еще не до конца восстановился до оптимального состояния, а с другой, доходности АИЖК резко упали в начале ноября после того, как агентство Moody's присвоило эмитенту рейтинг на уровне Baa2, что соответствует суверенному.

Таким образом, считаем, что с учетом описанных выше факторов спред за квазисубфедеральный статус на текущий момент может составить для облигации АИЖК Республики Хакасия 150–200 б.п.



Окончательное позиционирование займа АИЖК Республики Хакасия

Таким образом, с учетом позиционирования Республики Хакасия на долговом рынке, а также спреда за квазисубфедеральный статус, ориентируемся на доходность трехлетнего займа АИЖК Республики Хакасия на уровне 10.50–10.90% годовых.





Департамент долговых Рынков

Отдел Продаж

Анна Грицаенко
Андрей Марюшкин
Антон Кихаев
Михаил Хазан
Наталия Газиева
Ирина Зеленцова

+ 7 (495) 641 44 14

Международные Продажи

Вероника Щедрина

+ 7 (812) 332 35 28

Аналитическое Управление

+ 7 (495) 641 4414

Каюс Рапану	Директор аналитического департамента	cr.rapanu@kf.ru
Владимир Малиновский	Начальник отдела анализ рынка долговых инструментов	v.malinovskiy@kf.ru
Евгений Воробьев	Старший аналитик анализ рынка долговых инструментов	e.vorobiev@kf.ru
Александр Чайкун	Аналитик отдела анализ рынка долговых инструментов	a.chaykun@kf.ru

КИТ Финанс Инвестиционный банк, ОАО

Россия, 119019, Москва
Ул. Знаменка, д. 7 стр. 3
Тел.: +7 (495) 783 3171
Факс: +7 (495) 641 4414

Россия, 191011, Санкт-Петербург
Невский проспект, 38
Тел.: +7 (812) 326 1305
Факс: +7 (812) 332 2323

www.kf.ru

Настоящий обзор подготовлен исключительно в информационных целях, ни полностью, ни в какой-либо части не представляет собой предложение по покупке, продаже или совершению каких-либо сделок или инвестиций в отношении указанных в настоящем обзоре ценных бумаг и не является рекомендацией по принятию каких-либо инвестиционных решений. Информация, использованная при подготовке настоящего обзора, получена из предположительно достоверных источников, однако проверка использованных данных не проводилась и «КИТ Финанс» не дает никаких гарантий корректности содержащейся в настоящем обзоре информации. Настоящий обзор и рекомендации, содержащиеся в нем, отражают мнение аналитика на момент публикации, и могут быть дополнены и/или изменены вплоть до абсолютно противоположных по усмотрению аналитика без соответствующего уведомления читателей. «КИТ Финанс» оставляет за собой право не приводить предыдущих оценок и рекомендации при публикации новых.

Настоящий обзор предназначен для использования профессиональными участниками фондового рынка, которые могут адекватно оценить риски в отношении указанных в настоящем обзоре ценных бумаг. «КИТ Финанс» не несет ответственности за любые неблагоприятные последствия, в том числе убытки, причиненные в результате использования информации, содержащейся в настоящем обзоре, или в результате инвестиционных решений, принятых на основании данной информации. Некоторые российские акции подвержены высокой волатильности, что повышает риски, связанные с инвестициями в данные бумаги, т.к. их стоимость может существенно упасть, что может привести к убыткам, если соответствующие инвестиции были осуществлены ранее. Многие российские акции отличаются низкой ликвидностью, что затрудняет их реализацию на рынке в случае принятия решения о продаже соответствующих ценных бумаг. Не все российские акции имеют ежедневные рыночные котировки, что затрудняет оценку их справедливой стоимости. «КИТ Финанс» не предоставляет сведений относительно абсолютной волатильности или ликвидности какой-либо российской бумаги, а также не дает информации в отношении справедливой стоимости неликвидных ценных бумаг. Стоимость всех российских акций, номинированных в рублях, зависит не только от ситуации на фондовом рынке, но также определяется колебаниями на валютном рынке. В процессе принятия решений, инвестор должен самостоятельно изучить объект вложений, а также оценить риски, связанные с инвестициями в данный инструмент.

КИТ Финанс имеет право осуществлять любые операции в рамках собственного портфеля, основываясь на кратко- и долгосрочных рекомендациях и инвестиционных идеях. КИТ Финанс может принимать любые инвестиционные решения в отношении указанных в обзоре ценных бумаг вне зависимости от опубликованных оценок и рекомендаций.

Настоящий обзор не может быть воспроизведен, опубликован или распространен ни полностью, ни в какой-либо части, на него нельзя делать ссылки или приводить из него цитаты без предварительного письменного разрешения «КИТ Финанс».