

НИЗКИЙ ДОЛГ, СОЛИДНАЯ ДОХОДНОСТЬ

Новый выпуск привлекателен при доходности выше 9,2% годовых

Снова на рынке. Новый выпуск облигаций Тульской области объемом 5 млрд руб. и дюрацией 1,9 года станет первым для региона с 2006 г. Амортизационная структура выпуска (30-процентные погашения в 2013 и 2014 гг.) обеспечивает области удлинение долга и комфортный график погашения на фоне невысокой долговой нагрузки в 2013–2015 гг.

Диверсифицированная налоговая база. Тульская область является одним из наиболее развитых промышленных регионов России, занимая 39-е по численности населения и 42-е – по ВРП на душу населения. Структура экономики и доходы бюджета области находятся в сильной зависимости от химической промышленности и оборонных предприятий. Тульская область – один из бенефициаров увеличения расходов из федерального бюджета на перевооружение армии. Налоговая база диверсифицирована: в регионе отсутствует «якорный» налогоплательщик.

Хорошее исполнение бюджета Финансовое положение области улучшилось после смены администрации в прошлом году и серьезной коррекции бюджета. Бюджет 2011 г. был исполнен с существенным профицитом, а данные об исполнении бюджета за восемь месяцев 2012 г. позволяют рассчитывать на снижение годового дефицита примерно вдвое до 3,3 млрд руб. по сравнению с планом. В 2012 г. году регион намерен снизить долю федеральных трансфертов до 23% (с 38% в 2010 г. и 33% в 2011 г.). Область располагает существенными остатками денежных средств на счетах (3,4 млрд руб. на 1 августа 2012 г.), в планах создание регионального резервного фонда.

Умеренная долговая нагрузка. Долг региона, после роста в период кризиса 2008–2009 гг. на фоне падения доходов, в последние годы заметно сократился: с 8,6 млрд руб. в конце 2010 г. до 5,5 млрд руб. на 1 сентября 2012 г. Администрация области планирует сохранить долг на нынешнем уровне. По нашей оценке, к концу 2012 г. величина госдолга области будет соответствовать около 20% собственных доходов, что характерно для регионов, имеющих более высокие рейтинги. Первый и единственный выпуск облигаций Тульской области был погашен в 2009 г., долг на 91% представлен банковскими кредитами, которые планируется погасить за счет поступлений от нового размещения.

Кандидат на повышение кредитного рейтинга. Рейтинг Тульской области от Fitch находится на уровне «BB-», однако финансовое положение региона в лучшую сторону отличается от ситуации в большинстве регионов данной рейтинговой категории. Мы полагаем, что удлинение долга, в том числе путем выпуска облигаций, и опора на публичный долговой рынок в дальнейшем будут способствовать повышению рейтингов.

По нашей оценке, справедливая доходность составляет 9,2%. Мы считаем справедливой доходность к погашению 9,2% годовых (купон 8,9%, спред к ОФЗ 250 б.п.) – примерно на 45 б.п. выше, чему сопоставимого по качеству и дюрации выпуска Нижегородской области (-/Ba2/BB-) НижГор-7, и на уровне недавно размещенного менее ликвидного выпуска Ярославской области (BB-/ -/ -), обладающей более высоким рейтингом. Администрация области не слишком нуждается в средствах, поэтому инвесторам не стоит рассчитывать на существенную премию. Предполагаемое включение нового выпуска в ломбардный список ЦБ приведет к дополнительному сужению спреда к ОФЗ на 25–35 б.п.

Тульская область–2

Размещение	сентябрь 2012 г.
Погашение	сентябрь 2015 г.
Объем	5 млрд руб.
Купон	8,80–9,20%
Дюрация	1,9 года
Тип купона	квартальный
Справедливая доходность	9,2%

Источники: данные эмитента, оценка УРАЛСИБа

Долг области с 2010 г. снизился...

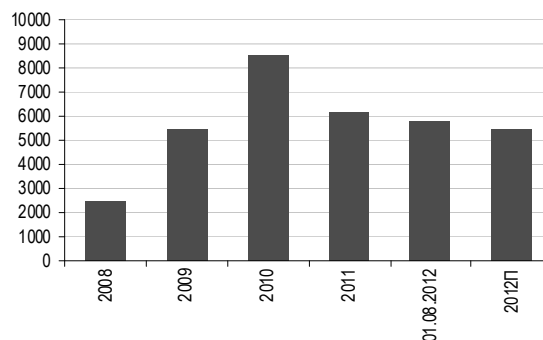
Долговая нагрузка Тульской области в 2009–2012 гг.

	2009	2010	2011	2012П
Долг / Доходы, %	20	31	20	15
Долг / Собственные доходы, %	30	38	24	20

Источники: данные эмитента, оценка УРАЛСИБа

...и стабилизировался

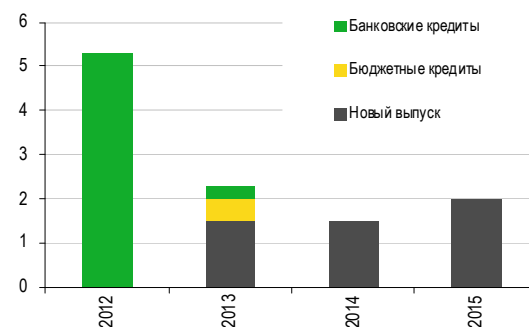
Долг Тульской области, млн руб.



Источники: данные эмитента, оценка УРАЛСИБа

Комфортный график погашений

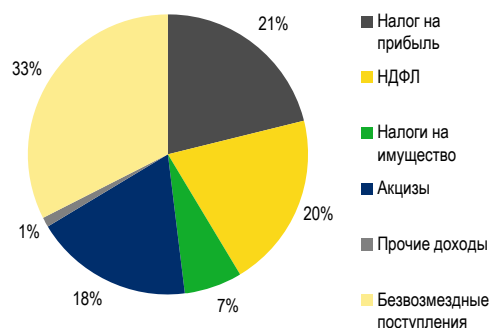
График погашений Тульской области (с учетом нового выпуска), млрд руб.



Источники: данные эмитента

Доля собственных доходов продолжает расти...

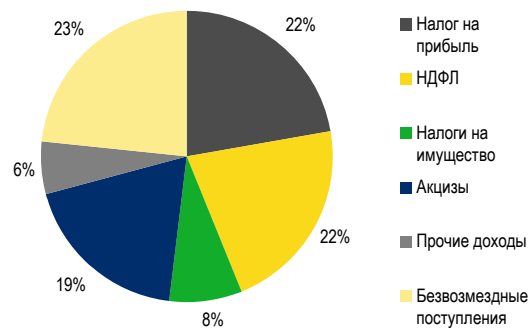
Структура доходов Тульской области в 2011 г.



Источники: данные эмитента, оценка УРАЛСИБа

...а трансфертов – снижаться

Прогноз структуры доходов Тульской области в 2012 г.



Источники: данные эмитента, оценка УРАЛСИБа

После профицита в 2011 г. бюджет этого года будет исполнен с дефицитом

Исполнение бюджета Тульской области, млн руб.

	2009	2010	2011	2012П
Доходы бюджета	30 434	37 017	38 889	43 492
Собственные доходы	18 362	22 910	26 270	33 325
Трансферты	12 072	14 107	12 619	10 167
Расходы (всего)	32 900	40 900	36 200	50 100
Профицит (дефицит)	(2 466)	(3 883)	2 689	(6 608)
% доходов	(8,1)	(10,5)	6,9	(15,2)

Источники: данные эмитента, оценка УРАЛСИБа

Доходная база хорошо диверсифицирована, роль трансфертов снижается

Доходы Тульской области, млн руб.

	2009	2010	2011	2012П	% доходов 2011 г.
Налог на прибыль	5 616	6 373	8 225	9 689	21
НДФЛ	6 497	7 127	7 839	9 362	20
Налоги на имущество	2 246	2 532	2 669	3 583	7
Акцизы	3 585	6 717	7 033	8 211	18
Прочие доходы	418	161	504	2 480	1
Безвозмездные поступления	12 072	14 107	12 619	10 163	32
ИТОГО	30 434	37 017	38 889	43 488	100
Собственные доходы	18 362	22 910	26 270	33 325	68
Безвозмездные поступления	12 072	14 107	12 619	10 163	32

Источники: данные эмитента, оценка УРАЛСИБа

Финансовое положение области лучше чем у сопоставимых по кредитному качеству регионов

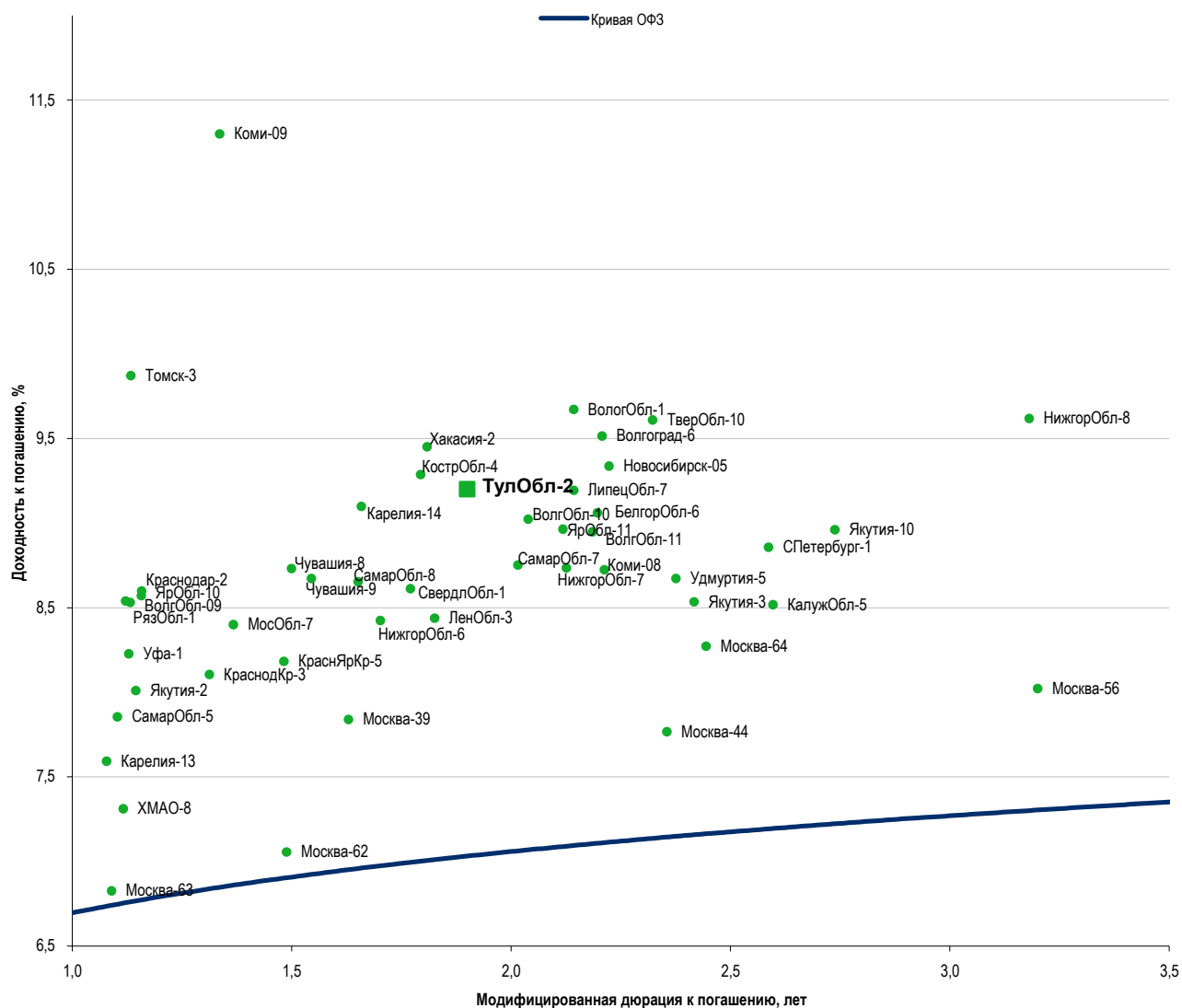
Ключевые параметры бюджетов ряда российских регионов в 2011 г., млн руб.

Регион	Рейтинг (S&P/Moody's/Fitch)	Доходы	Расходы	Профицит (дефицит)	Долг / Собств. доходы, %
Липецкая область	BB-/B-	32 569	34 344	(1 775)	31
Республика Хакасия	-/BB-	15 626	18 233	(2 607)	31
Нижегородская область	-/Ba2/BB-	96 462	101 773	(5 312)	39
Ярославская область	-/BB	39 496	41 846	(2 349)	36
Тульская область	-/BB-	38 889	36 200	2 689	24

Источники: Федеральное Казначейство, sbonds, оценка УРАЛСИБа

Мы оцениваем справедливую доходность нового выпуска на уровне 9,2%

Доходности субфедеральных облигаций (данные на 11.09.2012)



Источники: ММВБ, 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

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 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

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai_ng@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

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,

Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru

Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru

Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как 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