

АДЕКВАТНАЯ ПРЕМИЯ

Регион размещает новый заем объемом 4,6 млрд руб.

Снова на рынке. Регион предлагает к размещению амортизационный облигационный заем на сумму 4,6 млрд руб. с дюрацией 2,6 года. Индикативная доходность объявлена на уровне 10,11–10,33% годовых. Книга заявок открыта с 30 ноября по 5 декабря, размещение состоится 11 декабря.

Структура экономики области сильно зависит от сырьевых рынков. Вологодская область занимает 43-е место в России по численности населения и 29-е – по ВРП. Крупнейшими работодателями и налогоплательщиками являются предприятия Группы Северсталь и ФосАгро, деревообрабатывающая промышленность.

Один из немногих регионов с ухудшающимся финансовым положением. В последние годы Вологодская область оказалась в сложной бюджетной ситуации. Сборы налога на прибыль в регионе, зависящем от доходов металлургических предприятий, до сих пор не восстановились до предкризисного уровня, более того, они существенно упали в 2012 г. на фоне сложной конъюнктуры мировых рынков металлов. За 9 мес. 2012 г. собственные доходы области сократились на 4%, а доходы – на 1%, тогда как расходы остались стабильными. Рост трансфертов из федерального бюджета на 8% оказался недостаточным, чтобы компенсировать резкое падение налога на прибыль. В оптимистическом сценарии финансовое положение региона в 2013 г., скорее всего, не изменится по сравнению с текущим уровнем. Среди позитивных моментов можно отметить стабилизацию расходов и снижение налоговых поступлений от предприятий Северстали с 40% в 2008 г. до 21% за 9 мес. 2012 г.

Долговая нагрузка остается высокой. В течение 2012 г. кредитный рейтинг области снижался, и в 2013 г. нельзя исключить дальнейших негативных рейтинговых действий. На фоне стагнирующих доходов долг области продолжил расти и в настоящий момент составляет около 90% собственных доходов за 2011 г. (83% к 2012П). Из представленных на рынке регионов сопоставимое положение отмечается только у Костромской области, однако с учетом отрицательной динамики доходов и стабильного долга Вологодская область через некоторое время вполне может стать эмитентом с максимальной долговой нагрузкой. Увеличение доли облигаций поможет области сделать график погашения более комфортным.

Справедливая доходность – 10,2% годовых. По кредитному качеству новый выпуск несколько хуже, хотя и короче, ликвидной НижгОБл-8 (-/Ва2/ВВ-), торгующийся по 9,49% годовых. ВологОБл-1 с дюрацией 2,02 года торгуется с доходностью 9,45% годовых (спред к ОФЗ 290 б.п.). Учитывая, что новый выпуск пока не включен в ломбардный список ЦБ, мы оцениваем справедливую доходность на уровне 10,2% (спред к ОФЗ 350 б.п.) – именно такая премия позволит компенсировать возможное снижение рейтинга и непростое положение эмитента. Выпуск должен заинтересовать инвесторов, ожидающих улучшения финансового положения области или рассчитывающих, что проблемные в финансовом отношении регионы получат своевременную федеральную поддержку.

Параметры выпуска Вологодская область-2

Размещение	11.12.2012
Погашение	05.12.2017
Объем	4,6 млрд руб.
Индикативная доходность	10,11–10,33%
Купон	фиксированный
Дюрация	2,60 г.
Справедливая доходность	10,20%
Справедливый спред к ОФЗ	350 б.п.

Источники: данные эмитента, оценка УРАЛСИБа

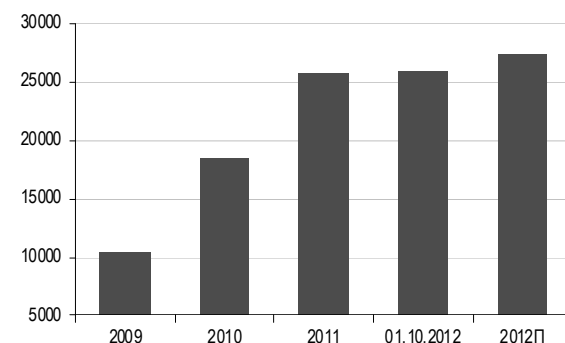
Амортизация нового выпуска

2014	0,20
2015	0,30
2016	0,30
2017	0,20

Источники: данные эмитента

Долг стабилизировался после роста в 2010–2011 гг.

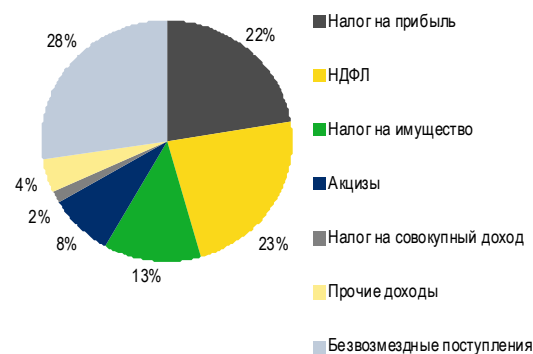
Госдолг Вологодской области, млн руб.



Источники: Минфин РФ, оценка УРАЛСИБа

Доля НДФЛ в бюджете выше, чем в среднем по России

Структура доходов Вологодской области за 9 мес. 2012 г.

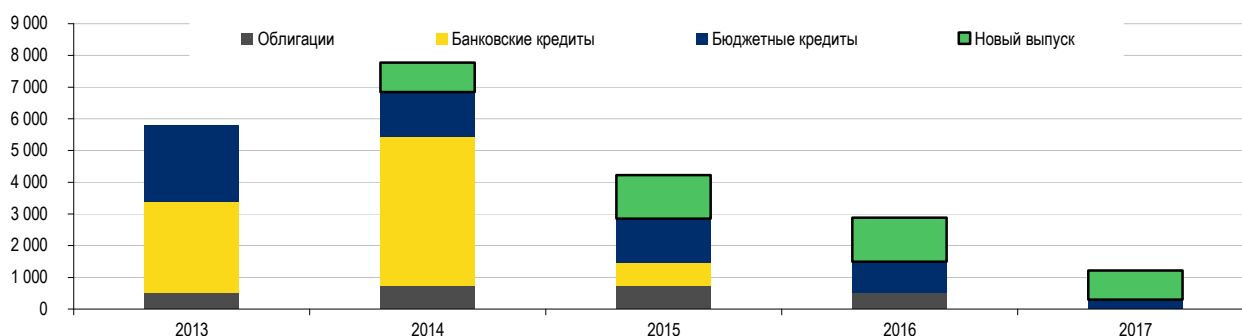


Источники: данные эмитента

Адекватная премия

В 2013–2014 гг. предстоят крупные погашения бюджетных и банковских кредитов

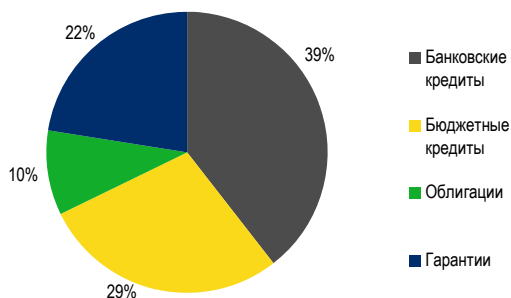
График погашения госдолга Вологодской области с учетом нового выпуска и без учета кредитов, полученных после 01.11.2012, млн руб.



Источники: данные эмитента, оценка УРАЛСИБа

После нового выпуска...

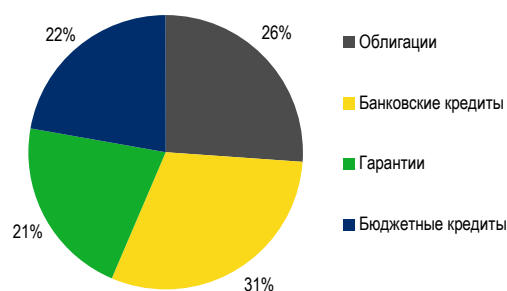
Структура госдолга на 01.10.2012



Источники: данные эмитента

...доля банковских кредитов сократится

Структура госдолга на 31.12.2012г. (прогноз)



Источники: данные эмитента, оценка УРАЛСИБа

Долг удлинняется и становится более сбалансированным

Структура госдолга Вологодской области, 2009–2012П

	Облигации, %	Банковские кредиты, %	Гарантии, %	Бюджетные кредиты, %	Всего, млн руб.
2009	-	27	45	27	10 375
2010	-	36	32	32	18 498
2011	10	37	25	29	25 777
01.10.12	10	39	22	29	25 916
2012П	26	30	21	22	

Источник: данные эмитента, оценка УРАЛСИБа

Долговая нагрузка остается высокой

Отношение долга области к доходам 2009–2012П

	Долг / Собственные доходы, %	Долг / Доходы, %
2009	54	33
2010	70	51
2011	90	66
2012П	83	65

Источники: данные эмитента, оценка УРАЛСИБа

Адекватная премия

Доля трансфертов в областном бюджете падает

Основные параметры бюджета Вологодской области, 2009–2012П, млн руб.

	2009	2010	2011	9 мес.12	2012П
Доходы бюджета	31 256	36 057	39 342	29 321	39 684
Собственные доходы	19 124	26 275	28 756	21 291	31 142
Трансферты	12 131	9 782	10 587	8 030	8 542
Расходы (всего)	37 743	43 106	46 522	30 308	47 674
Профицит (дефицит)	(6 488)	(7 049)	(7 180)	(988)	(7 990)
% доходов	21	20	18	-	20

Источники: данные эмитента, оценка УРАЛСИБа

Уменьшение сборов по налогу на прибыль снижает обеспеченность бюджета

Структура доходов Вологодской области, 2009–2012П, млн руб.

	2009	2010	2011	9 мес. 12	2012П	Изм. за год, %
Налог на прибыль	4 807	10 766	12 009	6 577	10 481	31
НДФЛ	7 344	7 890	8 779	6 767	9 682	22
Налог на имущество	3 010	3 022	3 427	3 704	5 723	9
Акцизы	2 413	2 990	3 152	2 392	3 726	8
Налог на совокупный доход	741	926	554	537	679	1
Прочие доходы	810	682	835	1 313	851	2
Трансферты	12 131	9 782	10 587	8 030	8 542	27
ИТОГО	31 256	36 057	39 342	29 321	39 684	100
Из них собственные доходы	19 124	26 275	28 756	21 291	31 142	74

Источники: данные эмитента, оценка УРАЛСИБа

Положение области сложнее, чем у регионов с сопоставимыми кредитными рейтингами

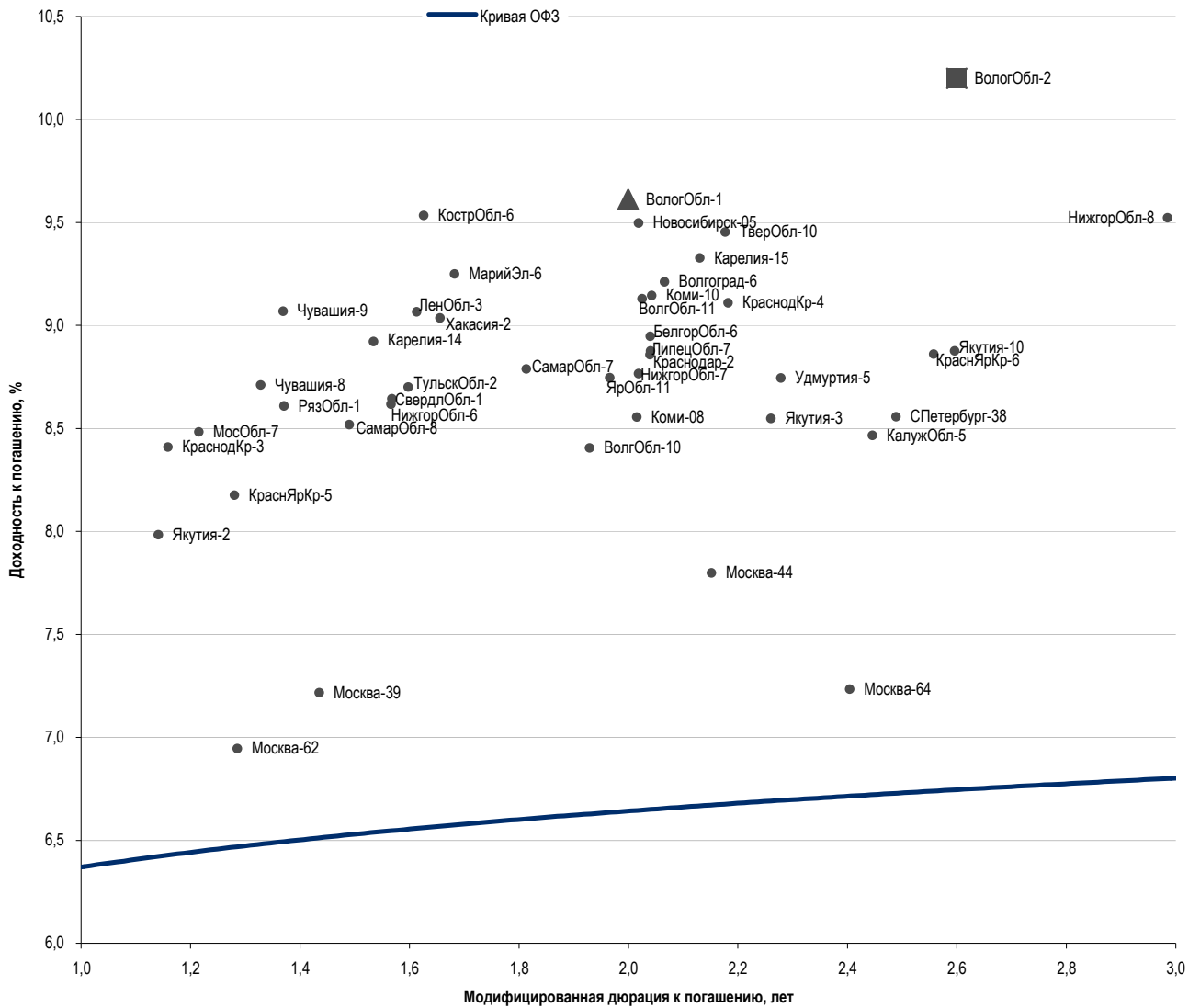
Данные за 2011 г. (долг на 01.10.2012)

	Рейтинг	Собственные доходы / Доходы	Налог на прибыль / Доходы, %	НДФЛ / Доходы, %	Долг / Собственные доходы, %	Госдолг, млн руб.
Нижегородская область	BB-/Ba2/-	79	26	24	53	35 040
Вологодская область	-Ba3/-	74	22	23	90	25 916
Хакасия	BB-/B-	72	26	18	38	4 977
Карелия	BB-/B-	66	22	19	44	8 101

Источники: данные эмитента, оценка УРАЛСИБа

Доходность 10,2% выглядит справедливой компенсацией инвесторам

Карта доходностей субфедеральных облигаций с дюрацией более 1 года с учетом нового выпуска на 30.11.2012



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

Александр Сазонов, sazonoval@uralsib.ru

Алексей Смирнов, smirnovak@uralsib.ru

Региональные выпуски

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 Боженко, bozhenkonv@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@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

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

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru

Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Потребительский сектор/ Недвижимость

Марат Ибрагимов, ibragimovmy@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

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@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

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