

март 2010 г.

**Монастыршин Дмитрий**

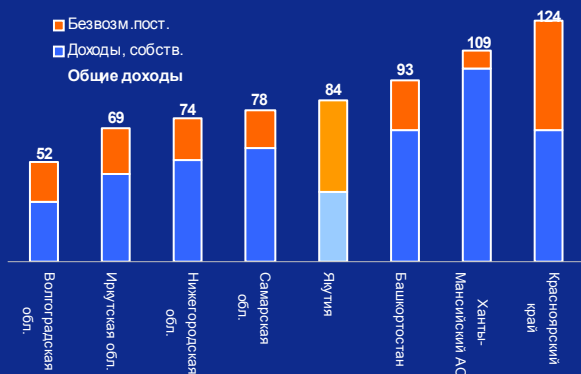
аналитик

+7(495) 777-10-20, Monastyrshin@psbank.ru

**Ключевые показатели бюджета Якутии**

млрд. руб.	2008	2009	2010П
ДОХОДЫ	71,1	83,5	77,7
Расходы	74,9	81,8	84,0
Профицит (дефицит)	-3,8	1,7	-6,3
Госдолг	14,0	13,9	17,7

Источник: Минфин РС (Якутия)

**Доходы бюджета крупнейших субъектов РФ за 2009 г. (эмитенты облигаций), млрд. руб.**


Источник: Минфин РФ

Примечание: на графике не указаны доходы Москвы и МО

**Параметры облигационного займа**

Эмитент	Министерство финансов Республики Саха (Якутия)
Номер выпуска и дата госрегистрации	RU34004RSY0 от 5 марта 2010 г.
Объем	2 000 млн. руб.
Дата размещения	25 марта 2010 г.
Срок обращения	3,5 года
Амортизация	20% - в дату выплаты 8-го,
	20% - в дату выплаты 10-го,
	30% - в дату выплаты 12-го
	30% - в дату выплаты 14-го купонов
Купонный период	3 месяца
Купон	9,75%
Способ размещения:	Путем проведения аукциона по цене
Организатор	Промсвязьбанк
Кредитный рейтинг	BB- / - / BB
Листинг	Планируется включение в А1 (ММВБ)
Ломбардный список	Планируется включение

**Комментарий к размещению облигаций Республики Саха (Якутия)**


- Финансовый профиль Республики Саха (Якутия) является устойчивым.** Доходы бюджета за 2009 г. выросли на 17% и составили 83,5 млрд. руб. Бюджет за 2009 г. исполнен с профицитом 1,7 млрд. руб. По размеру общих доходов бюджета за 2009 г. Якутия заняла 12-е место среди 83 субъектов РФ, и 6-е место среди субъектов, имеющих обращающиеся выпуски облигаций, опередив Самарскую, Нижегородскую, Иркутскую, Челябинскую области.
- Базу крупнейших налогоплательщиков региона представляют:** АЛРОСА, Алмазы Анабара, Нижне-Ленское, Сургутнефтегаз, Якутуголь, Якутскэнерго, Сахателеком, Востокнефтепровод.
- Богатый ресурсный потенциал** делает Якутию одним из наиболее инвестиционно привлекательных российских регионов. Ресурсы, таящиеся в глубине недр Республики до последнего времени были явно недооценены. Балансовые запасы углеводородов Якутии по категориям (С1 + С2) составляют: природного газа - 2405,4 млрд. м<sup>3</sup>; нефти - 330,4 млн. т. Доля Якутии в общих запасах России: алмазов - 82%, урана - 61%, золота - 17%.
- Объем инвестиций в основной капитал в Якутии в 2009 г. превысил 351,2 млрд. руб.** (прирост в 2 раза к уровню 2008 г. на фоне снижения инвестиций в основные фонды в целом по РФ). **Реализация крупных инвестиционных проектов** по добыче и переработке полезных ископаемых (нефти, газа, угля, алмазов), развитию энергетики, транспортной и социальной инфраструктуры способствует диверсификации экономики и росту доходов бюджета РС (Якутия). **Строительство трубопроводной системы ВСТО** (в т.ч. 1594 км по территории Якутии) открыло выход якутской нефти на мировой рынок. **Участниками крупных инвестиционных проектов** на территории Якутии являются Транснефть, Газпром, Роснефть, Сургутнефтегаз, Мечел, Алроса, Русгидро, Атомредметзолото, РЖД.
- Долговая нагрузка** Якутии находится в консервативных границах. Госдолг имеет преимущественно долгосрочный характер. Прямой долг на 01.01.2010 г. равен 8,9 млрд. руб. (3,6% от ВРП, 10,7% от общих доходов бюджета, 24,9% от собственных доходов за 2009 г.).
- Положительная кредитная история.** Якутия, начиная с 2002 г., выпустила 8 облигационных займов, из которых 4 выпуска успешно погашены, а обращающиеся выпуски включены в Ломбардный список ЦБ РФ. В 2009 г. Якутия погасила обязательства на 3,6 млрд. руб.
- Кредитные рейтинги** от международных кредитных агентств на уровне BB-/-/BB.
- Потенциальное включение в А1 на ММВБ и в Ломбардный список ЦБ.**
- Позиционирование займа (RU34004RSY0).** Индикативный диапазон доходности 9,60% - 10,10% предполагает премию порядка 25 б.п. к собственной кривой доходности Якутии на вторичке, премию 35-85 б.п. к кривой доходности Самарской области, имеющей сопоставимый кредитный профиль. Премия к доходности облигаций корпоративных заемщиков, с сопоставимым уровнем кредитных рейтингов, порядка 100 б.п.

## Позиционирование облигационного займа

При позиционировании нового облигационного займа Республики Саха (Якутия) мы ориентируемся на доходность обращающихся выпусков облигаций Якутии и доходность бондов субъектов РФ сопоставимого кредитного качества.

## Позиционирование на кривой доходности обращающихся облигаций Якутии

В настоящее время в обращении находится четыре облигационных займа Якутии. Все займы включены в Ломбардный список ЦБ РФ.

**Выпуск Якутия-35002** в течение февраля и первые дни марта торговался с доходностью **9,73-11,01%** годовых (к погашению 17.04.2014 г, дюрация 2,6 лет).

**Выпуск Якутия-35001**, имеющий более короткую дюрацию (1,9 лет, погашение 11.04.2013г.), в феврале-марте торговался с доходностью **8,76-11,52%** годовых.

**Торги по выпуску Якутия-34003** (дюрация 0,98 лет, погашение 26.05.2011 г.), в течение февраля и первых дней марта проходили при доходности **7,43% - 11,80%** годовых.

**Выпуск Якутия 25006** (дюрация 0.2 года, погашение 13.05.2010 г.) имеет доходность **6,54%**.

**Нижняя граница доходности облигаций Якутии на вторичном рынке соответствует общей тенденции увеличения доходности при удлинении дюрации.**

**Ориентируясь на итоги торгов обращающихся выпусков облигаций Якутии, с учетом премии за первичное размещение в размере 25 б.п., справедливый уровень доходности нового облигационного займа Якутии (дюрация 2,5 года) мы видим на уровне 9,60 – 10,10% годовых.**

## Позиционирование на кривой доходности сопоставимых субфедеральных облигаций

Помимо собственных выпусков, в качестве бенчмарков нового займа Якутии могут выступать облигации Самарской области, имеющей близкий уровень кредитных рейтингов (BB+/Ba1/-), сопоставимый уровень доходов и долговой нагрузки.

Ликвидный выпуск СамарОбл-35005 имеет доходность 8,85% к погашению 19.12.2013 г. и дюрации 1,53 года. Выпуск СамарОбл-34006 имеет доходность 9,3% к погашению 10.05.2013 г. и дюрации 2,31 года.

**Учитывая, что Якутия по кредитному качеству сопоставима с Самарской областью, уровень доходности 9,60 – 10,10% годовых для нового выпуска Якутии, предполагающий премию 35-85 б.п., выглядит интересным.**

## Сравнение с корпоративными облигациями

Если сравнить новый облигационный заем Якутии с последними выпусками корпоративных заемщиков, имеющих близкий уровень кредитных рейтингов, то можно увидеть, что **объявленный диапазон доходности предполагает премию порядка 100 б.п. к корпоративным бондам.** Размещенные в феврале выпуски БО-2 и БО-4 Северстали (BB-/Ba3/B+) при установленной ставке купона 9,75% годовых торгуются сейчас с доходностью 8,53% к погашению 15.02.2013 г. (дюрация 2,6 лет). Размещенный 16 февраля выпуск БО-1 Глобэксбанка (BB-/-/BB) со ставкой купона 9,25% имеет доходность 8,63% к оферте 16.02.2011 г. (дюрация 0,92 лет).

**На наш взгляд сектор субфедеральных облигаций в целом недооценен инвесторами.** Наличие премии по субфедеральным облигациям, как правило, обосновывается недостаточной ликвидностью бумаг, непрозрачностью перспектив исполнения бюджетов, превышением расходов над объемом собственных доходов большинства регионов. Мы считаем, что все вышеперечисленные факторы компенсируются наличием Резервного фонда и Фонда национального благосостояния (в сумме 4 448 млрд. руб. на 1.03.2010 г.), за счет которых возможно покрытие федерального и региональных бюджетов. Кроме того, большинство субъектов РФ (и Якутия в том числе) характеризуются невысокой долговой нагрузкой, имеют доступ к кредитованию в Минфине РФ, в госбанках и на публичном рынке, что обуславливает низкие риски рефинансирования. А невысокий уровень ликвидности субфедеральных облигаций обусловлен, главным образом не низкой привлекательностью бумаг, а небольшим объемом в обращении и оседанием значительной части бумаг в портфелях управляющих компаний.

**Учитывая, значительный потенциал развития экономики Якутии, стабильный рост доходов бюджета, низкий уровень долга, поддержание ликвидности выпуска организатором и наличие премии к корпоративным бондам порядка 100 б.п., мы считаем облигации Якутии привлекательными для покупки среди широкого круга инвесторов.**



**Инвестиционный департамент**

т.: +7 (495) 777-10-20 доб. 70-53-03, 70-20-00

ф.: +7 (495) 777-10-20 доб. 70-47-37

E-mail: [ib@psbank.ru](mailto:ib@psbank.ru)**Руководство**

<b>Зибарев Денис Александрович</b> <a href="mailto:Zibarev@psbank.ru">Zibarev@psbank.ru</a>	Руководитель департамента	70-47-77
<b>Тулинов Денис Валентинович</b> <a href="mailto:Tulinov@psbank.ru">Tulinov@psbank.ru</a>	Руководитель департамента	70-47-38
<b>Миленин Сергей Владимирович</b> <a href="mailto:Milenin@psbank.ru">Milenin@psbank.ru</a>	Заместитель руководителя департамента	70-47-94
<b>Субботина Мария Александровна</b> <a href="mailto:Subbotina@psbank.ru">Subbotina@psbank.ru</a>	Заместитель руководителя департамента	70-47-33

**Аналитическое управление**

<b>Грицкевич Дмитрий Александрович</b> <a href="mailto:Gritskevich@psbank.ru">Gritskevich@psbank.ru</a>	Рынок облигаций	70-20-14
<b>Монастыршин Дмитрий Владимирович</b> <a href="mailto:Monastyrshin@psbank.ru">Monastyrshin@psbank.ru</a>	Рынок облигаций	70-20-10
<b>Жариков Евгений Юрьевич</b> <a href="mailto:Zharikov@psbank.ru">Zharikov@psbank.ru</a>	Рынок облигаций	70-47-35
<b>Абдуллаев Искандер Азаматович</b> <a href="mailto:Abdullaev@psbank.ru">Abdullaev@psbank.ru</a>	Рынок облигаций	70-47-32
<b>Шагов Олег Борисович</b> <a href="mailto:Shagov@psbank.ru">Shagov@psbank.ru</a>	Рынки акций	70-47-34
<b>Захаров Антон Александрович</b> <a href="mailto:Zakharov@psbank.ru">Zakharov@psbank.ru</a>	Валютные рынки	70-47-75

**Управление торговли и продаж**

<b>Панфилов Александр Сергеевич</b> <a href="mailto:Panfilov@psbank.ru">Panfilov@psbank.ru</a>	Синдикация и продажи	icq 150-506-020	Прямой: +7(495) 228-39-22 +7(495)777-10-20 доб. 70-20-13
<b>Галямина Ирина Александровна</b> <a href="mailto:Galiamina@psbank.ru">Galiamina@psbank.ru</a>	Синдикация и продажи	icq 314-055-108	Прямой: +7(905) 507-35-95 +7(495) 777-10-20 доб. 70-47-85
<b>Павленко Анатолий Юрьевич</b> <a href="mailto:APavlenko@psbank.ru">APavlenko@psbank.ru</a>	Треjder	icq 329-060-072	Прямой: +7(495)705-90-69 или +7(495)777-10-20 доб. 70-47-23
<b>Рыбакова Юлия Викторовна</b> <a href="mailto:Rybakova@psbank.ru">Rybakova@psbank.ru</a>	Треjder	icq 119-770-099	Прямой: +7(495)705-90-68 или +7(495)777-10-20 доб. 70-47-41
<b>Пинаев Руслан Валерьевич</b> <a href="mailto:Pinaev@psbank.ru">Pinaev@psbank.ru</a>	Треjder		Прямой: +7(495)705-97-57 или +7(495)777-10-20 доб. 70-20-23

**Управление по работе с неэмиссионными долговыми обязательствами**

<b>Бараночников Александр Сергеевич</b> <a href="mailto:Baranoch@psbank.ru">Baranoch@psbank.ru</a>	Операции с векселями		Прямой: +7(495)228-39-21 или +7(495)777-10-20 доб. 70-47-96
---	----------------------	--	--

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не содержит рекомендаций или предложений о совершении сделок. ОАО «Промсвязьбанк» уведомляет, что использование представленной информации не обеспечивает защиту от убытков или получение прибыли. ОАО «Промсвязьбанк» и его сотрудники не несут ответственности за полноту и точность предоставленной информации, а также последствия её использования, и оставляют за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Настоящим уведомляем всех заинтересованных лиц о том, что при подготовке обзора использовалась информация, полученная из сети Интернет, а также других открытых источников информации, рассматриваемых нами на момент публикации как достоверные.

ОАО «Промсвязьбанк», Москва, ул. Смирновская, 10, т.: 777-10-20, web-сайт: [www.psbank.ru](http://www.psbank.ru)

Аналитическое управление Инвестиционного Департамента, т. 777-10-20(доб. 704733), e-mail: [ib@psbank.ru](mailto:ib@psbank.ru)