

Торговая идея: «Нижегородка» задала новые ориентиры

	Дата погашения	14.04.2005		28.04.2005, прогноз		Доходность за период, % год	Рекомендация	Дюрация
		Доходность	Цена	Доходность	Цена			
ВоронежОбл	15.12.2007	11,10%	105,35	10,90%	105,72	21,30%	Покупать	2,29
КалужОбл	24.12.2007	10,27%	100,09	10,70%	99,12	-13,34%	Продать	2,33
Белгор2003	29.04.2008	10,94%	108,61	10,70%	109,1	24,05%	Покупать	2,44
КостромОб4	11.03.2008	11,05%	103,5	11,00%	103,54	13,44%	Держать	2,47
НижегорОбл2	02.11.2008	10,38%	100,41	10,56%	99,98	-0,73%	Продать	2,52
ВолгогрОбл	11.06.2009	10,86%	103,91	10,70%	104,2	19,88%	Покупать	2,61
Якут-10 об	17.06.2008	10,22%	105,8	10,50%	105,03	-7,58%	Продать	2,69
Чувашия-04	27.03.2009	11,19%	104,5	11,05%	104,89	21,41%	Покупать	3,25

13 апреля состоялось размещение второго выпуска облигаций Нижегородской области, в результате которого по займу была установлена доходность в размере 10,56 % годовых. Большой спрос на аукционе способствовал тому, что доходность выпуска оказалась ниже предварительных прогнозов, однако на вторичных торгах котировки выпуска не снизились, а наоборот несколько выросли по сравнению с уровнем размещения.

В итоге можно констатировать, что размещение Нижегородских облигаций задало новый уровень доходности для второго эшелона субфедеральных займов с дюрацией 2-3 года.

В связи с этим, считаем, что на рынке существуют бумаги, спрэд по доходности которых к новому Нижегородскому займу является неоправданно широким и имеет перспективу к сужению, что обеспечит инвесторам спекулятивный доход в краткосрочной перспективе.

Среди займов, которых можно сравнивать с новым выпуском Нижегородской области по дюрации и кредитному качеству, можно выделить: ВоронежОбл, КалужОбл, КостромОб4, Белгор2003, Якут-10 об, Чувашия-04 и ВолгогрОбл.

Ниже приведена таблица со сравнительными бюджетными показателями регионов, на основании которых можно сделать экспресс анализ их кредитного качества и определить предполагаемый уровень доходности по сравнению со вторым займом Нижегородской области.

Показатели исполнения бюджета регионов за декабрь 2004 года, тыс. рублей*

Наименование показателей	Воронежская область	Калужская область	Костромская область	Белгородская область	Чувашская республика	Волгоградская область	Республика Саха (Якутия)	Нижегородская область
Налоговые доходы	7 841 698	4 452 962	2 085 593	8 557 547	4 587 433	7 939 052	13 113 815	16 009 724
Неналоговые доходы	670 930	237 919	201 440	491 418	285 535	635 822	10 419 597	1 032 118
Безвозмездные перечисления	4 740 058	3 612 952	2 120 416	1 684 073	4 306 755	3 550 737	11 224 603	3 765 186
Всего доходов	13 252 686	9 050 813	4 926 402	10 940 919	9 488 132	12 127 563	35 589 152	20 811 674
Всего расходов	13 197 725	9 472 741	5 312 101	10 073 618	9 918 634	12 850 782	39 357 862	20 886 851
Собств. доходы	8 512 628	5 437 861	2 805 986	9 256 846	5 181 377	8 576 826	24 364 549	17 046 488
Доля собств. доходов	64,2%	60,1%	57,0%	84,6%	54,6%	70,7%	68,5%	81,9%
Долг	2 181 130	887 403	1 900 122	2 629 676	1 920 759	3 425 277	13 171 930	6 906 308
Долг/доходы	16,5%	9,8%	38,6%	24,0%	20,2%	28,2%	37,0%	33,2%
Долг/Собств. доходы	25,6%	16,3%	67,7%	28,4%	37,1%	39,9%	54,1%	40,5%
Доходность займа	11,10%	10,27%	11,05%	10,94%	11,19%	10,86%	10,22%	10,38%
Дюрация займа	2,29	2,33	2,47	2,44	3,25	2,61	2,69	2,52
Объем займа	600	300	800	320	750	600	800	2250
Таргет по доходности	10,90%	10,70%	11,00%	10,70%	11,05%	10,70%	10,50%	10,56%

* использованы данные об исполнении бюджетов регионов за декабрь, размер долга рассчитан исходя из показателей, публикуемых на сайте Минфина

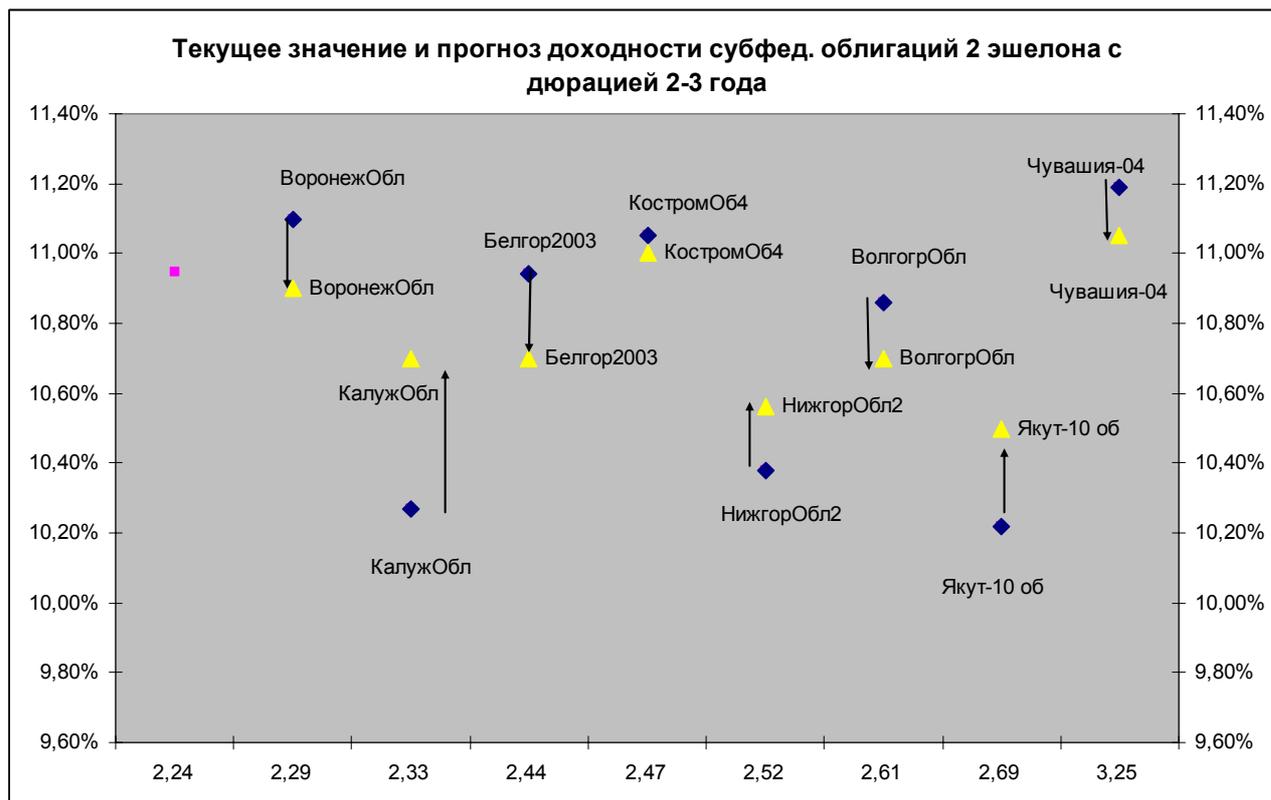
Таким образом, считаю, что:

- Облигации **Нижегородской области** несколько переоценены инвесторами, даже с учетом текущей рыночной конъюнктуры. Считаем в принципе приемлемым уровень, по которому выпуск был размещен на первичных торгах, однако дальнейшее снижение доходности считаем нецелесообразным. Таким образом, можно предположить, что после

насыщения инвесторов, которые хотели купить выпуск на аукционе, но не смогли это сделать, *займ должен вернуться на уровни близкие к цене размещения, то есть 100-100,10 % от номинала.*

- **Воронежская область** проигрывает Нижегородской по показателям финансовой независимости, однако показатели долговой нагрузки у региона ниже, чем у benchmark. В качестве факторов, которые могут повлиять на уровень доходности можно также отметить более низкий объем бюджета.

Таким образом, с учетом дюрации выпуска, а также относительной кредитоспособности, *считаем возможным снижение доходности займа до 10,9% годовых.*



- **Калужская область** отличается достаточно низким размером долговой нагрузки, что положительно отражается на кредитоспособности эмитента, однако как размер бюджета региона, так и его обеспеченность собственными средствами достаточно низки. А с учетом небольшого объема займа, считаем текущий уровень доходности выпуска низким относительно рынка, *покупка займа возможна только на более высоких по доходности уровнях.*

- Показатели **Костромской области** хуже, чем у Нижегородской области – это касается как размера бюджета, его независимости от безвозмездных перечислений, так и уровня долговой нагрузки.

Таким образом, *текущие уровни займа на вторичном рынке считаем близкими к справедливым.*

- Относительные бюджетные показатели **Белгородской области** лучше, нежели у Нижегородской. В качестве отрицательных факторов можно рассматривать небольшой объем займа – 320 млн. рублей, который ограничивает его ликвидность. Однако считаем возможным *снижение его доходности до 10,7 % годовых с текущего уровня 10,95%.*

- Размер бюджета и обеспеченность его собственными доходами у **Чувашской республики** ниже, нежели у Нижегородской, размер долга к собственным доходам – практически на сопоставимом уровне. С учетом того, что дюрация займа Чувашии самая высокая из рассматриваемых выпусков, **считаем возможным снижение доходности займа до 11-11,05% годовых**

- **Волгоградская область** близка к Нижегородской, с одной стороны по относительным показателям долговой нагрузки, с другой стороны – по дюрации займа. Несколько хуже лишь показатели финансовой независимости. Таким образом, *выпуск находится близко к справедливому уровню, считаем возможным некоторое снижение его доходности до 10,7% годовых с текущего уровня 10, 86*

- **Республика Саха (Якутия)** является наиболее крупным из рассматриваемых регионов по размеру доходов бюджета, а также наиболее «опытным» заемщиком на долговом рынке, что находит отражение на уровне доходности его бумаг. Однако, рассматривая относительные показатели кредитоспособности, стоит отметить более высокий уровень долговой нагрузки и значительный объем безвозмездных перечислений в структуре доходов.

Таким образом, с учетом данных факторов и более высокой дюрации займа, *считаем выпуск несколько переоцененным, предполагаем возможность роста доходности по выпуску до 10,5% годовых с текущего уровня 10,2*

Выводы:

В настоящее время, оптимальной стратегией считаем продажу второго выпуска облигаций Нижегородской области и Якутии-10 и покупку на эти средства облигаций Воронежской, Белгородской, Волгоградской областей и Чувашской республики

*Аналитическую записку подготовил
Начальник отдела анализа рынка
долговых обязательств Вэб-инвест Банка
Малиновский Владимир
Тел. (812) 326-13-05 (доб. 1750)
E-mail: V.Malinovskiy@web-invest.ru*

Вэб-инвест Банк

Россия, 125009 Москва, ул. Бол. Никитская, д.17, корп. 2,
тел.: (095) 937-77-38, (095) 771-65-37

Россия, Санкт-Петербург,
Невский пр. д. 38
тел. (812) 326-1350, (812) 326-1305

Данный обзор носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как оферта к заключению сделок. Несмотря на то, что были приложены значительные усилия, чтобы сделать вышеприведенную информацию как можно более достоверной и полезной, мы не претендуем на ее полноту и точность. Ни «Вэб-инвест Банк», ни кто-либо из его представителей или сотрудников не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации, изложенной в настоящем обозрении. Любые вложения в ценные бумаги, упоминаемые в настоящем обзоре, могут быть связаны со значительным риском, могут оказаться неликвидными или неприемлемыми для всех инвесторов. Стоимость или доход от любых операций с ценными бумагами, упомянутыми в настоящей публикации, могут изменяться вследствие изменений процентных ставок. Прошлые результаты не являются показателем будущих результатов.