

Мониторинг первичного рынка. Регионы.

Свердловская область и Республика Карелия

Параметры эмиссии.

Свердловская область

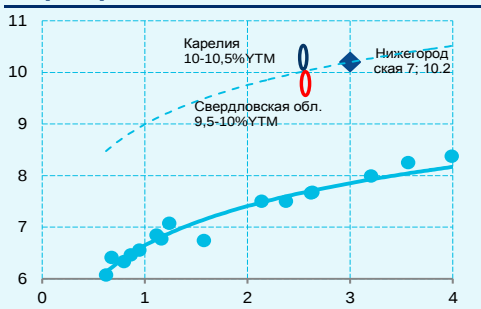
Рейтинг	BB/Позитивный
Ломбард	да
Объем	3 млрд. руб.
Срок обращения	5 лет
Закрытие книги	нет данных
Дата размещения	13 декабря
Ориентир купона	9,3-9,8%
Ориентир доходности	9,5-10%
Дюрация	2,5 года
Справедливый уровень доходности	9,5-9,6%

Параметры эмиссии.

Карелия

Рейтинг	BB-/Стабильный
Ломбард	да
Объем	1 млрд. руб.
Срок обращения	5 лет
Закрытие книги	конец ноября
Дата размещения	2 декабря
Ориентир купона	10-10,5%
Ориентир доходности	10,3-10,8%
Дюрация	2,5 года
Справедливый уровень доходности	10,1-10,3%

Карта рынка



Источник: ММВБ, «Открытие Капитал»

Список регионов, выходящих на публичный долговой рынок, в последние дни пополнился Свердловской областью, для которой это будет дебютное размещение, и республикой Карелия, уже хорошо знакомой рынку. С учетом кредитного качества эмитентов и сохраняющегося дефицита предложения в сегменте мы считаем, что в обоих случаях размещения пройдут успешно, если, конечно, конъюнктура внешних рынков в ближайшее время серьезно не ухудшится.

С учетом текущих рыночных реалий мы считаем, что справедливым уровнем доходности для Свердловской области является диапазон 9,5-9,6%, для Карелии – 10,1-10,3%.

Свердловская область

Свердловская область – дебютант на публичном долговом рынке. Несмотря на это, подробно останавливаться на кредитном качестве мы не планируем, поскольку основные коэффициенты и уровень рейтинга в данном случае говорят сами за себя – профиль региона выглядит крепким. Поэтому ограничимся кратким перечислением сильных и слабых сторон.

Сильные стороны:

- **Масштабы экономики и бюджета.** В 2010 году объем ВРП составил 1 трлн. руб.
- **Активно растущая экономика.** Средний темп роста в 2000-2008 гг. равнялся 8,4%. В 2010 г. экономика выросла на 9,8%, а в 2011 г., по прогнозам, рост составит 8,7%.
- **Достаточно высокий уровень благосостояния.** ВРП на душу населения в 2009 г. примерно соответствует среднему по России уровню.
- **Высокая обеспеченность собственными источниками доходов.** В 2007 г. доля собственных доходов составляла почти 90%. После снижения до 70% в 2009 г. показатель восстановился до 80% в 2010 г. В 2011 г. ожидается увеличение до 87%.
- **Минимальная долговая нагрузка.** Коэффициент «Долг / Собственные доходы» по итогам 8 месяцев 2011 г. составил 0,10х, и прогноз на весь 2011 г. составляет 0,21х.
- **Сильная ликвидная позиция.**
- **Бумага ломбардная и соответствует требованиям A1,** что также является несомненным плюсом.

Риски:

- Тем не менее, экономика Свердловской области чувствительна к колебаниям экономического цикла вследствие высокой концентрации на металлургии и машиностроении – в 2009 ВРП снизился сразу на 11,6%.
- Риски сосредоточения на нескольких крупнейших налогоплательщиках.
- Высокая потребность в капитальных расходах, что будет оказывать давление на расходную часть бюджета в среднесрочной перспективе.

Рис. 1. Сравнение основных бюджетных показателей. 2010 г. (фактические данные)

Регион	Рейтинг M/S/F	Доходы	Расходы	Дефицит/ профицит	Доля профицита (дефицита) в собств. доходах	Доля собственных доходов	Долг	Долг/ собствен. доходы
Свердловская область	-/BB/-	120,72	117,37	3,35	3,48%	79,76%	9,87	0,10
Нижегородская область	-/B+	85,03	93,26	8,23	-13,17%	73,49%	26,78	0,43
Краснодарский край	Ba1/BB/BB	125,32	136,13	-10,82	-12,91%	66,88%	23,15	0,28
Самарская область	Ba1/BB+/-	94,70	95,67	-0,97	-1,38%	74,08%	25,29	0,36
Республика Саха (Якутия)	-/BB/BB+	95,08	91,50	3,58	7,61%	49,50%	15,89	0,34
Республика Башкортостан	Ba1/BB+/-	95,31	98,77	-3,46	-4,90%	74,05%	10,15	0,14
Красноярский край	-/BB+/BB+	136,25	129,16	7,10	6,65%	78,32%	11,49	0,11

Источник: данные правительств регионов, Министерство финансов РФ, Федеральное казначейство, «Открытие Капитал»

Рис. 2. Сравнение основных бюджетных показателей. 2011 г. (прогноз)

Регион	Рейтинг M/S/F	Доходы	Расходы	Дефицит/ профицит	Доля профицита (дефицита) в собств. доходах	Доля собственных доходов	Долг	Долг/ собственные доходы
Свердловская область	-/BB/-	141,90	154,83	-12,93	-10,47%	87,07%	25,69	0,21
Нижегородская область	-/B+	90,88	102,76	-11,88	-16,57%	78,90%	37,99	0,53
Краснодарский край	Ba1/BB/BB	168,08	191,04	-22,96	-22,07%	61,90%	41,00	0,39
Самарская область	Ba1/BB+/-	103,41	115,43	-12,02	-14,10%	82,46%	33,85	0,40
Республика Саха (Якутия)	-/BB/BB+	110,74	109,37	1,37	2,34%	52,82%	18,15	0,31
Республика Башкортостан	Ba1/BB+/-	98,28	116,87	-18,59	-25,26%	74,88%	13,70	0,19
Красноярский край	-/BB+/BB+	129,69	158,81	-29,13	-28,52%	78,76%	24,90	0,24

Источник: данные правительств регионов, Министерство финансов РФ, Федеральное казначейство, «Открытие Капитал»

Уровень рейтинга и базовые показатели, на которые обращает внимание рынок, позволяют сравнивать Свердловскую область с такими крупными и хорошо знакомыми рынку регионами как Краснодарский и Красноярский края, Самарская область. При этом на их фоне Свердловская область выглядит более чем достойно. Если прогнозы руководства области на 2011 г. реализуются, то результаты исполнения бюджета будут, безусловно, наиболее сильными среди выбранных нами аналогов.

Пока же основной проблемой (впрочем, преодолимой) видится отсутствие открытых лимитов на регион, а риском – резкое ухудшение ситуации на мировых рынках.

На наш взгляд, единственным адекватным ориентиром с учетом низкой ликвидности вторичного рынка могут быть результаты размещения Нижегородской области. С учетом их, а также принимая во внимание разницу в кредитном качестве Нижегородской и Свердловской областей, справедливыми уровнями для выпуска последней, на наш взгляд, является 9,5-9,6%, т.е. 185-195 б.п. премии к кривой ОФЗ. Потенциал роста, таким образом, минимален, но в текущих условиях повышенной нестабильности на рынках мы отдаем предпочтение именно бондам Свердловской области, как наиболее качественного эмитента из числа предложенных рынку за последний месяц.

Республика Карелия

Основным слабым местом региона, на наш взгляд, является небольшая по масштабам, концентрированная на нескольких отраслях экономика. Несмотря на перспективы умеренного роста, невысокий объем инвестиций говорит о том, что значительного расширения и диверсификации налоговой базы в ближайшем будущем ожидать не стоит. Впрочем, власти региона ожидают увеличения инвестиционной активности в 2012-2014 гг. Реализация эти прогнозов позитивно скажется на регионе.

В промышленности доминируют экспортно-ориентированные отрасли, что делает ее более чувствительной к внешним потрясениям. ВРП начал сокращаться еще в 2008 г. (-4,6%), и в 2009 г. темпы снижения ускорились

до 12,4%. После увеличения на 6,5% в 2010 г. в 2011 г. рост по оценке Fitch составит всего порядка 3%.

Отметим высокую концентрацию налоговой базы на циклических отраслях, что приводит к высокой волатильности доходов и чувствительности к фазам экономического цикла.

В 2009 г. уровень безработицы составил 10%, тогда как в 2010 г. – только 9,6%. В Карелии отмечается низкий уровень качества жизни, и ВРП на душу населения не превышает среднероссийского значения. В сочетании с растущим давлением вновь принятых социальных обязательств это создает дополнительное давление на расходы бюджета.

Показатели исполнения бюджета улучшаются. Восстановление собственных доходов позволило увеличить их долю в общем объеме доходов с 57% в 2009 г. до 61,% по итогам 2010 г. На 2011 г. администрация прогнозирует уровень в 66%, что, тем не менее, будет ниже, чем в 2008 г.

Долговая нагрузка региона умеренная. Отношение «Долг / Собственные доходы» в 2010 г. составило 0,56х. Прогноз на 2011 г. – 0,54х.

По данным Fitch, ситуация с ликвидностью у республики достаточно неплохая. У региона есть открытые кредитные линии в банках. Таким образом, риски рефинансирования (а региону в 2011-2012 г. предстоит рефинансировать примерно 60% долга по состоянию на 1 ноября 2011 г.) отчасти компенсируются свободной денежной позицией и доступностью заемных средств.

Рис. 3. Сравнение основных бюджетных показателей. 2010 год (факт)

Регион	Рейтинг M/S/F	Доходы	Расходы	Дефицит/профицит	Доля профицита (дефицита) в собств. доходах	Доля собственных доходов	Долг	Долг/собственные доходы
Республика Карелия	-/-/BB-	24,87	25,64	-0,77	-5,02%	61,60%	8,51	0,56
Нижегородская область	-/-/B+	85,3	93,26	-8,23	-13,17%	73,49%	26,76	0,43
Калужская область	-/-/BB	28,17	30,62	-2,45	-11,56%	75,38%	16,43	0,77
Республика Хакасия	-/-/BB-	13,57	14,22	-0,66	-7,39%	65,44%	2,15	0,24
Рязанская область	-/-/B+	30,47	32,69	-2,23	-12,48%	58,53%	11,21	0,63
Томская область	-/BB-/	34,18	33,98	0,19	0,85%	66,21%	6,96	0,31
Тверская область	-/B+/-	35,91	38,80	-2,89	-11,61%	69,25%	13,12	0,53

Источник: данные правительств регионов, Министерство финансов РФ, Федеральное казначейство, «Открытие Капитал»

Рис. 4. Сравнение основных бюджетных показателей. 2011 год (прогноз)

Регион	Рейтинг M/S/F	Доходы	Расходы	Дефицит/профицит	Доля профицита (дефицита) в собств. доходах	Доля собственных доходов	Долг	Долг/собственные доходы
Республика Карелия	-/-/BB-	25,70	26,49	-0,79	-4,68%	66,01%	9,21	0,54
Нижегородская область	-/-/B+	90,88	102,76	-11,88	-16,57%	78,90%	37,99	0,53
Калужская область	-/-/BB	30,70	35,52	-4,82	-19,69%	79,76%	19,01	0,78
Республика Хакасия	-/-/BB-	16,48	19,27	-2,79	-24,35%	69,50%	4,00	0,35
Рязанская область	-/-/B+	32,84	38,02	-5,18	-24,61%	64,14%	15,32	0,73
Томская область	-/BB-/	38,97	41,09	-2,12	-7,52%	72,35%	8,46	0,30
Тверская область	-/B+/-	39,99	45,92	-5,93	-21,37%	69,39%	17,80	0,64

Источник: данные правительств регионов, Министерство финансов РФ, Федеральное казначейство, «Открытие Капитал»

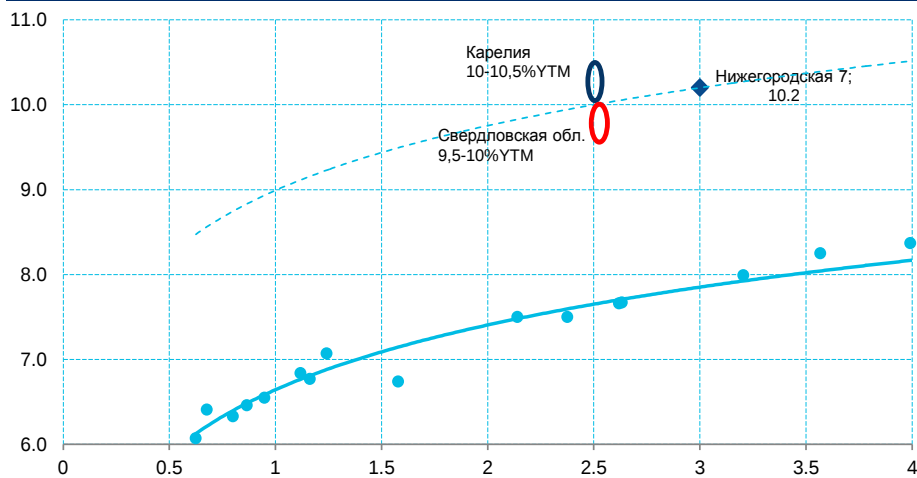
На наш взгляд, Карелия – один из достаточно крепких «середняков» публичного рынка субфедерального долга. Профиль в полной мере соответствует уровню рейтинга и умеренным рискам региона.

На регион открыто много лимитов, однако объем займа говорит о том, что его ликвидность на вторичном рынке будет низкой, и это является негативным фактором для ряда инвесторов. Тем не менее, в условиях дефицита предложения спрос на новый выпуск, скорее всего, будет найден без особых проблем.



С учетом премии за низкую ликвидность, и принимая во внимание кредитные метрики Карелии, справедливый уровень на наш взгляд находится в диапазоне 10,1-10,3%, что соответствует премии к кривой ОФЗ в 245-265 б.п.

Рис. 5. Карта рынка



Источник: «Открытие Капитал»



Засвидетельствование аналитиков

Указанные в подготовленных Группой «Открытие» отчетах аналитики свидетельствуют, что:

- 1) отраженная в отчетах точка зрения в точности отражает их личный взгляд на рассматриваемые ценные бумаги или эмитента,
- 2) размер их вознаграждения ни полностью, ни частично не зависит, не зависит и не будет зависеть прямо или косвенно от конкретных рекомендаций или точки зрения, изложенных аналитиком в подготовленных Группой «Открытие» отчетах.

Указанные в подготовленных Группой «Открытие» отчетах аналитики получили вознаграждение, размер которого базируется на различных факторах, в том числе на совокупных доходах группы «Открытие», часть которых поступает в результате инвестиционно-банковской деятельности Группы «Открытие».

Важное уведомление

Инвестиционная аналитика (Аналитика) была изначально представлена на английском языке компанией Otkritie Securities Ltd., деятельность которой разрешена и регулируется Управлением по финансовым услугам Великобритании (FSA). Перевод Аналитики на русский язык публикуется в ознакомительных целях.

Английская версия аналитического материала, в тех случаях, когда это необходимо, содержит важную информацию об эмитенте и описание в общих чертах известных на данный момент конфликтов интересов, которые могут невольно повлиять на объективность аналитика (аналитиков) в отношении эмитента, являющегося объектом настоящего аналитического исследования. Прочая важная раскрываемая информация также включается в аналитический материал, либо приводятся гиперссылки для доступа к ней.

В отношении данного аналитического обзора действует заявление об ограничении ответственности на английском языке, размещенное по адресу <http://research.otkritie.com/en/disclaimer/>.

Критерии присвоения рекомендаций

По ценным бумагам эмитентов на момент публикации аналитического материала может быть установлена одна из трех нижеуказанных рекомендаций. Мнение аналитика строится на основании одной или нескольких инвестиционных стратегий из числа следующих: (1) стратегия инвестирования в долговые инструменты эмитента или сектора; (2) стратегия относительной стоимости; (3) стратегия, ориентированная на вектор движения рынка. Первая инвестиционная стратегия предполагает оценку конкретного эмитента или сектора. Вторая стратегия учитывает перемещения ценной бумаги относительно собственной кривой доходности эмитента, её сопоставление с другой ценной бумагой того же или иного эмитента, либо сектора в целом. Данная стратегия учитывает вес ценной бумаги в инвестиционном портфеле относительно ее доли в структуре рыночного индекса. Третья стратегия может быть основана на оценке совокупной доходности или спреда длинных или коротких позиций по инструментам в сравнении с государственными облигациями, кредитными дефолтными свопами или кривой доходности фьючерсов.

Прогноз совокупной доходности / спреда базируется на анализе (но не ограничивается им) изменений фундаментальных характеристик, активности торговых операций, рейтингах, присвоенных и пересматриваемых рейтинговыми агентствами, или последствий сделок эмитента с более высоким или низким кредитным рейтингом в сфере слияний и поглощений.

**Покупать / Лучше рынка /
Вес больше, чем в индексе:**

ожидается, что совокупная доходность / спред по ценной бумаге будут более привлекательными с инвестиционной точки зрения по сравнению с результатом, полученным в соответствии с выбранной стратегией оценки.

**Держать / Наравне с рынком /
Вес, равный весу в индексе:**

ожидается, что средняя совокупная доходность / спред по ценной бумаге будет сопоставимым по значениям с результатом, полученным в соответствии с выбранной стратегией оценки.

**Продавать / Хуже рынка /
Вес меньше, чем в индексе:**

инвесторам следует относиться с осторожностью к вложениям в ценную бумагу, совокупная доходность / спред по которой ожидается непривлекательным с инвестиционной точки зрения по сравнению с результатом, полученным в соответствии с выбранной стратегией оценки.

Политика аналитического освещения. Аналитик может по своему усмотрению приводить новые сведения с учетом имеющейся информации об эмитенте, секторе и/или рынке, являющемся предметом освещения, если таковые могут влиять на его (ее) мнение, изложенное в ранее опубликованном аналитическом материале.

Отзыв рекомендаций и прогнозов на пересмотр. В случае если в деятельности эмитента, освещением ценных бумаг которого занимается аналитик, происходит значимое событие, влекущее за собой объявление новых данных, рекомендации и прогнозы в отношении ценных бумаг данного эмитента могут быть пересмотрены. Такие действия не обязательно предполагают изменение рекомендации и прогнозов, представленных в ранее опубликованном аналитическом обзоре, но свидетельствуют о том, что аналитик тщательно изучает ситуацию или ожидает появления необходимых для переоценки прогнозируемой динамики ценных бумаг новых сведений.

Возможные ограничения. В случае если публикация аналитического материала ограничивается юридическими, регулятивными или договорными обязательствами, то предоставление рекомендаций и прогнозов также будет подпадать под ограничения. Инвесторам не следует руководствоваться мнениями, содержащимися в ранее опубликованных аналитических материалах, поскольку они могут больше не отражать текущей оценки аналитиком ожидаемой доходности от вложений. При наличии возможных ограничений, касающихся публикации аналитического материала, аналитик не всегда имеет возможность предоставлять инвесторам информацию об относящихся к эмитенту событиях или дополнительные сведения о нем.

Полное прекращение аналитического освещения. В случае если «Открытие Капитал» по каким-либо причинам решит отказаться от постоянного аналитического освещения деятельности эмитента или его ценных бумаг, либо намерено отозвать торговую идею в отношении той или иной ценной бумаги, то использование рекомендации и прогнозов или торговой идеи будет полностью прекращено. По этому поводу будет опубликовано специальное уведомление.

Решение о покупке или продаже ценных бумаг принимается инвестором самостоятельно на основе собственных инвестиционных целей и только после оценки ожидаемой динамики стоимости ценной бумаги и рисков.

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ДЕПАРТАМЕНТ**Александр Бурганский**

Начальник аналитического департамента
alexander.burgansky@otkritie.com
+7 (495) 213 1825

Рынок акций**Долговой рынок****Владимир Савов**

Начальник департамента
vladimir.savov@otkritie.com
+7 (495) 213 1826

Стратегия**Том Манди**

thomas.mundy@otkritie.com
+7 (495) 213 1833

Экономика**Владимир Тихомиров**

vladimir.tikhomirov@otkritie.com
+7 (495) 213 1829

Полина Бадасен

polina.badasen@otkritie.com
+7 (495) 777 5656, доб. 4663

Нефть и газ**Александр Бурганский**

alexander.burgansky@otkritie.com
+7 (495) 213 1825

Вадим Митрошин

vadim.mitroshin@otkritie.com
+7 (495) 213 1828

Татьяна Калачова

tatiana.kalachova@otkritie.com
+7 (495) 777 5656, доб. 4717

Роман Одарич

roman.odarich@otkritie.com
+7 (495) 777 5656, доб. 4487

Банки**Владимир Савов**

vladimir.savov@otkritie.com
+7 (495) 213 1826

Ольга Найденова

olga.naydenova@otkritie.com
+7 (495) 777 5656, доб. 4395

Электроэнергетика**Сергей Бейден**

sergey.beiden@otkritie.com
+7 (495) 213 1835

Металлургия**Роберт Манс**

robert.mantse@otkritie.com
+7 (495) 213 1832

Денис Габриелик

denis.gabrielik@otkritie.com
+7 (495) 213 1831

**Телекоммуникации,
медиа, ИТ****Александр Венгранович**

alexander.vengranovich@otkritie.com
+7 (495) 213 1830

**Потребительский рынок,
недвижимость****Михаил Терентьев**

mikhail.terentiev@otkritie.com
+7 (495) 213 1834

Юрий Родионов

yury.rodionov@otkritie.com
+7 (495) 777 5656, доб. 4486

Транспорт**Ирина Ступаченко**

Irina.Stupachenko@otkritie.com
+7 (495) 777 5656, доб. 4294

**Химия, машиностроение,
инфраструктура****Александр Чуриков**

alexander.churikov@otkritie.com
+7 (495) 777 5656, доб. 4435

Стратегия

Суверенные и локальные
рынки

Вадим Соболевский

vadim.sobolevski@otkritie.com
+44 (20) 7826 8211

Рублевые облигации**Евгений Воробьев**

evgeny.vorobiev@otkritie.com
+7 (495) 777 5656, доб. 4331

Еврооблигации**Дмитрий Поляков**

dmitry.poliakov@otkritie.com
+44 (20) 7826 8205

Наргиз Садыхова

nargiz.sadykhova@otkritie.com
+44 (20) 7826 8268

Рублевые облигации**Александр Афонин**

alexander.afonin@otkritie.com
+7 (495) 777 5656, доб. 4309

Максим Гребцов

maksim.grebtsov@otkritie.com
+7 (495) 777 5656, доб. 4340

Количественный анализ**Гарэт Весселс**

gareth.wessels@otkritie.com
+44 (20) 7826 8255