

Оживление на первичном рынке субфедерального долга: Карелия (- / - /BB-), Свердловская (- /BB/ -) и Костромская области (- / - /B+)

23 ноября 2011 г.

Безусловным фаворитом первичного предложения среди регионов являются дебютные облигации Свердловской области с наиболее высоким кредитным качеством. Бумаги, скорее всего, будут пользоваться успехом у инвесторов, и размещение пройдет ближе к нижней границе ориентира (доходность 9,5-9,7% годовых), что, в свою очередь, может ограничить возможность апсайда на вторичном рынке. Умеренным уровнем кредитоспособности располагает Карелия, чьи бумаги предлагают более высокую доходность, представляющую интерес на уровне 10,0-10,3% годовых, которая в том числе должна компенсировать перспективу их низкой ликвидности из-за небольшого объема выпуска. Для инвесторов, готовых к более высоким рискам в секторе субфедерального долга, подойдут облигации Костромской области, по нашим оценкам, с доходностью от 11% годовых. Данная доходность должна компенсировать невысокое кредитное качество региона, а также составить конкуренцию корпоративным облигациям эмитентов со схожими рейтингами.

Резюмируя: в текущих условиях нестабильности мы все-таки отдаем предпочтение кредитному качеству, поэтому рекомендуем в первую очередь принять участие в выпуске Свердловской области.

| Выпуск | Рейтинг (M/S&P/F) | Возможность включения в Ломбард ЦБ | Объем | Тип размещения | Дата размещения | Срочность/дюрация | Амортизация | Ориентир купона/доходности | Наша рекомендация, доходность |
|-----------------------------|-------------------|------------------------------------|-------------|-------------------------------------|-----------------|-------------------|---|--------------------------------|-------------------------------|
| Костромская обл., 34006 | (- / - /B+) | Да | 4 млрд руб. | Аукцион по цене | 24 ноября | 5 лет / 2,6 года | 27,5% – 2 года; 37,5% – 2,75 года; 27,5% – 3,75 года; 7,5% – 5 лет | цена 98,46-96,19% / 10,5-11,5% | от 11%/ цена 97,32% |
| Карелия, 34014 | (- / - /BB-) | Да | 1 млрд руб. | book-building (с 22 по 28 ноября) | 2 декабря | 5 лет / 2,5 года | 25% – 1,5 года; 40% – 2,5 года; 20% – 3,5 года; 15% – 5 лет | 9,8-10,3% / 10,0-10,5% | 10,0-10,3% |
| Свердловская область, 34001 | (- / BB / -) | Да | 3 млрд руб. | book-building (сроки не определены) | 13 декабря | 5 лет / 2,5 года | 30% – 1,5 года; 30% – 2,5 года; 20% – 3,5 года; 20% – 5 лет | 9,2-9,7% / 9,5-10,0% | 9,5-9,7% |

Источники: данные организаторов размещений, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Неделю назад на первичном рынке субфедерального долга наметилось некоторое оживление. О желании разместить свои облигации в ноябре-декабре заявили сразу три региона: Костромская и Свердловская области, Республика Карелия. Эмитенты предложили свои бумаги при схожей дюрации, предоставив инвесторам возможность выбирать доходность на любой вкус в зависимости от предпочтений в кредитном качестве.

Учитывая, тот факт, что ликвидность на вторичном рынке субъектов федерации традиционно низкая, то вряд ли текущие уровни доходности их бумаг можно использовать как ориентир в текущих условиях. Хотя у Карелии в обращении находится два выпуска облигаций серий 34011 (YTM 7,93%/0,5 года) и 34013 (YTM 9,27%/1,68 года), а у Костромской области – бумаги серии 34005 (YTM 9,1%/0,64 года). Для Свердловской области выход на долговой рынок дебютный. Тем не менее, на отрезке дюрации 2-3 года по бумагам регионов уровня рейтинга «B/BB» за последнее время сложился спрэд к кривой ОФЗ порядка 50-150 б.п.

В то же время важным ориентиром доходности новых субфедеральных облигаций может стать состоявшееся на прошлой неделе размещение облигаций Нижегородской области серии 34007 на сумму 8 млрд руб. По итогам book-building ставка 1 купона была определена на уровне 9,95% годовых (YTM 10,2%/3 года). То есть спрэд к кривой ОФЗ составил около 240-245 б.п., что дает к вторичному рынку премию свыше 100 б.п. Выйдя на вторичный рынок, в первые дни бумаги области показали положительную переоценку на сравнительно больших объемах (1,3 млрд руб.), но затем активность заметно снизилась (YTM 9,55%/2,98 года). Отметим, что большой объем сделок проходил в режиме РПС (YTM 9,64%/2,98 года).

Вместе с тем, Нижегородская область по кредитному качеству превосходит Костромскую область и Карелию, а именно:

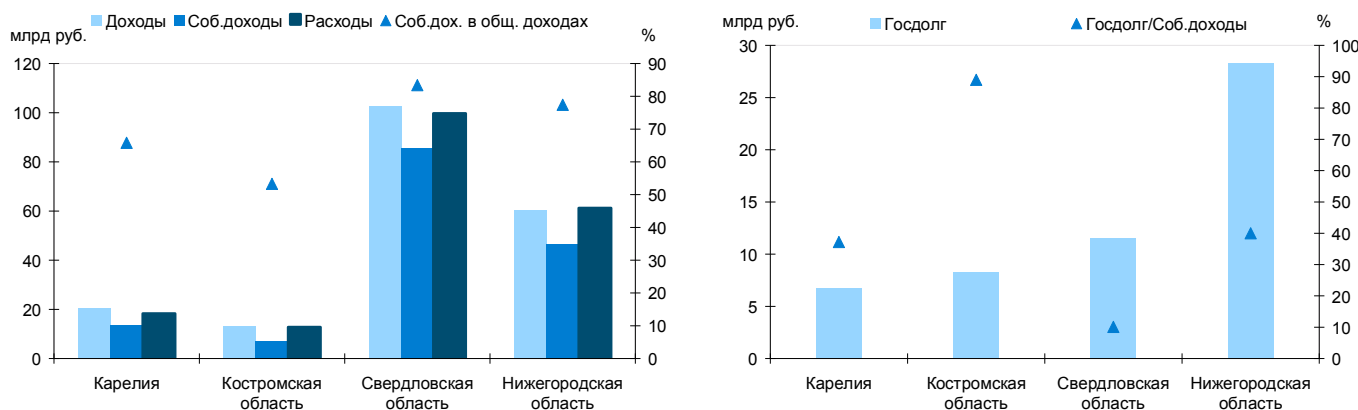
- масштабу бюджета (91 млрд руб. против 18 млрд руб. и 26 млрд руб. соответственно);
- доле собственных доходов (77% против 53% и 66% соответственно);
- уровню госдолга в собственных доходах (по итогам 9 месяцев 2011 года: 46% против 89% и 38% соответственно, но по плану за весь год: 49% против 79% и 56% соответственно).

При этом рейтинг Нижегородской области находится на том же уровне, что и у Костромской области («B+» от Fitch), в то время как у Карелии он на ступень выше («BB-» от Fitch).

В свою очередь, Нижегородская область по кредитоспособности уступает Свердловской:

- масштабу бюджета (91 млрд руб. против 142 млрд руб. соответственно);
- доле собственных доходов (77% против 83% соответственно);
- уровню госдолга в собственных доходах (46% против 10% (за 9 месяцев 2011 года); 49% против 21% (по плану на 2011 год));
- кредитному рейтингу («B+» от Fitch против «BB» от S&P соответственно).

Ключевые бюджетные показатели и уровень госдолга регионов за 9 мес. 2011 г.



Источники: данные регионов, Минфина РФ, Федерального казначейства, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Ключевые бюджетные показатели сравниваемых субъектов федерации за 9 мес. 2011 г.

| млрд руб. | Рейтинг (M/S&P/F) | Доходы | | | Соб.доходы | | | Доля в дох-х | Расходы | | | Дефиц./профиц. | | Госдолг | | Соб.дох. | |
|------------------------|-------------------|--------|-------|-------|------------|------|-------|--------------|---------|------|-------|----------------|------|---------|------|----------|-------|
| | | План | Факт | Исп-е | План | Факт | Исп-е | | План | Факт | Исп-е | План | Факт | План | Факт | План | Факт |
| Костромская область | - / - / B+ | 17,7 | 13,1 | 73,7% | 10,2 | 7,0 | 68,5% | 53,3% | 20,1 | 12,8 | 63,7% | -2,3 | 0,3 | 8,0 | 8,3 | 78,7% | 89,0% |
| Республика Карелия | - / - / BB- | 25,7 | 20,5 | 79,7% | 17,0 | 13,5 | 79,4% | 65,8% | 28,0 | 18,3 | 65,3% | -2,3 | 2,2 | 9,5 | 6,7 | 56,1% | 37,2% |
| Свердловская область | - / BB / - | 141,9 | 102,6 | 72,3% | 123,6 | 85,6 | 69,3% | 83,4% | 156,0 | 99,7 | 63,9% | -14,1 | 2,9 | 25,7 | 11,5 | 20,8% | 10,1% |
| Нижегородская область* | Ba2** / - / B+ | 90,6 | 60,3 | 66,6% | 71,7 | 46,7 | 65,2% | 77,4% | 102,7 | 61,2 | 59,6% | -12,2 | -0,9 | 35,4 | 28,3 | 49,4% | 45,5% |
| Удмуртия | Ba1 / - / BB+ | 35,8 | 31,9 | 89,2% | 23,5 | 21,0 | 89,5% | 65,7% | 43,1 | 29,9 | 69,3% | -7,3 | 2,1 | 16,4 | 11,2 | 69,9% | 40,0% |
| Рязанская область | - / - / B+ | 29,2 | 23,4 | 80,2% | 17,6 | 13,1 | 74,4% | 56,0% | 33,3 | 22,1 | 66,5% | -4,1 | 1,3 | 14,7 | 11,5 | 83,5% | 65,4% |
| Тверская область | - / B+ / - | 38,7 | 29,1 | 75,1% | 27,7 | 20,2 | 72,7% | 69,4% | 45,5 | 27,1 | 59,7% | -6,8 | 1,9 | 17,3 | 10,4 | 62,4% | 38,8% |
| Томская область | - / BB / - | 38,3 | 29,7 | 77,6% | 27,0 | 20,5 | 75,8% | 68,9% | 40,4 | 26,9 | 66,5% | -2,1 | 2,9 | 8,2 | 6,3 | 30,5% | 23,0% |
| Волгоградская область | - / B+ / BB- | 66,4 | 43,5 | 65,4% | 51,1 | 31,5 | 61,6% | 72,4% | 74,8 | 46,4 | 62,0% | -8,4 | -2,9 | 16,7 | 13,1 | 32,7% | 31,3% |
| Республика Хакасия | - / - / BB- | 13,1 | 10,0 | 76,6% | 8,8 | 6,1 | 69,3% | 61,2% | 15,0 | 9,9 | 66,0% | -1,9 | 0,1 | 3,6 | 2,6 | 40,8% | 31,7% |

*за 8 мес.2011 г.

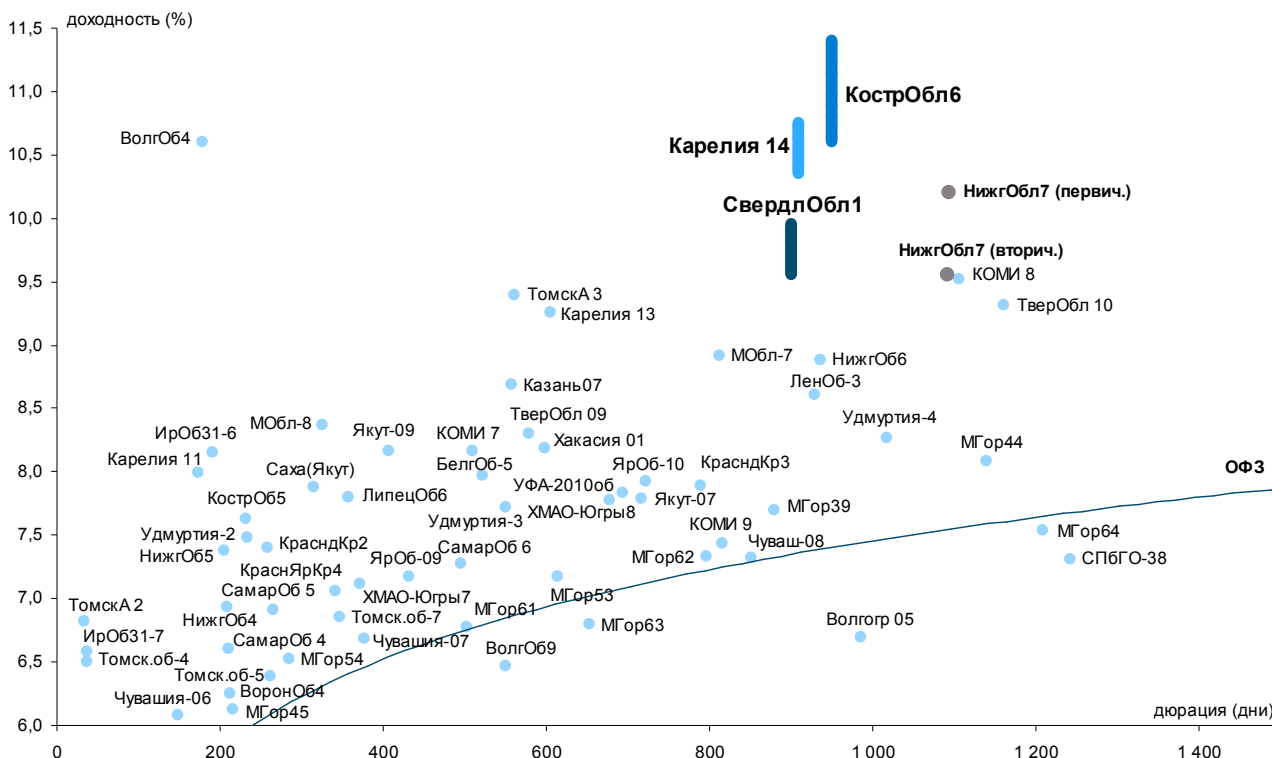
**рейтинг в нац. валюте

Источники: данные регионов, Минфина РФ, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Принимая во внимание различия в кредитном качестве регионов и в уровне их рейтингов, мы считаем, что:

- новые бумаги Карелии должны нести премию к облигациям Нижегородской области, по нашим оценкам, не менее 30 б.п., которая включает в себя и компенсацию за перспективу низкой ликвидности выпуска на вторичном рынке из-за небольшого объема займа. То есть уровень доходности облигации, при котором интересно принять участие в размещении составляет 10,0-10,3% годовых, что дает премию к кривой ОФЗ около 240-270 б.п.
- предложение нового выпуска Костромской области должно давать значительную премию к бумагам Нижегородской области, особенно в текущих условиях, довольно трепетного отношения инвесторов к уровню долговой нагрузке заемщиков. По нашим оценкам, премия составит не менее 80-100 б.п. Поэтому облигации Костромской области могут представлять интерес с доходностью у отметки 11,0% годовых, то есть по цене 97,32%, а возможно и ниже. То есть спрэд к ОФЗ составит свыше 340 б.п. Мы считаем, что на данных уровнях облигации области могут составить хорошую конкуренцию бумагам корпоративного сектора с тем же уровнем рейтинга, поскольку учитывают премию за традиционно более низкую ликвидность, нежели по выпускам компаний. Данные бумаги подходят инвесторам, готовым к рискам, но все-таки по гособлигациям эмитента субфедерального уровня.
- облигации Свердловской области являются фаворитом предстоящих размещений, поэтому дисконт к облигациям Нижегородской области может составить порядка 30-50 б.п., то есть размещение может пройти с доходностью ближе к нижней границе в 9,5-9,7% годовых (спрэд к ОФЗ 190-210 б.п.). Данный факт несколько ограничивает возможность апсайда по бумагам на вторичном рынке, тем не менее, он возможен, по нашим оценкам, в пределах 10-20 б.п.

Доходности облигаций субъектов федерации

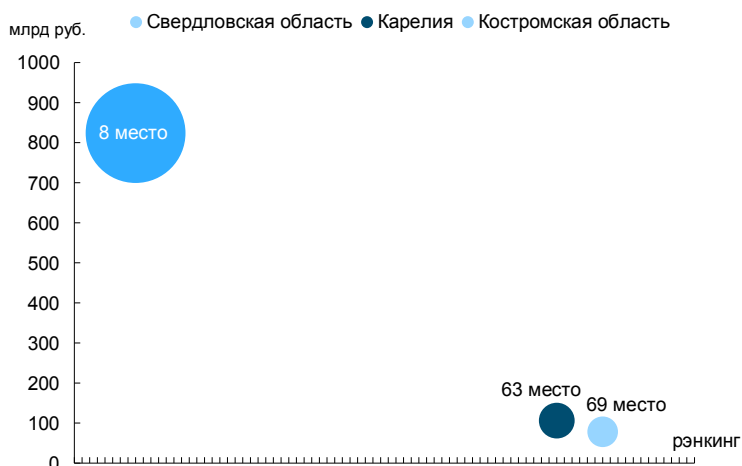


Уровень кредитоспособности регионов

Экономический потенциал. Среди представленных регионов более высоким экономическим потенциалом располагает Свердловская область, о чем говорит размер ВРП региона: 823,8 млрд руб. (в 2009 году) против 106,2 млрд руб. у Карелии и 78,2 млрд руб. у Костромской области. Свердловская область входит в десятку регионов по объему ВРП в стране и занимала в 2009 году 8 место, в то время как Карелия и Костромская область расположились лишь на 63 и 69 местах соответственно. В 2011 году

власти Свердловской области прогнозируют рост ВРП на 8,7% до 1,2 трлн руб. относительно 2010 года, Карелии – на 2-4% до более чем 130 млрд руб., а Костромской области при консервативном сценарии – на 9,7% до 94 млрд руб.

ВРП регионов за 2009 г.



Источники: данные Росстата, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Экономика Свердловской области сконцентрирована преимущественно в металлургическом секторе и машиностроении, в то время как у Карелии – в целлюлозно-бумажной и деревообрабатывающей промышленности, добыче полезных ископаемых (железорудный окатыш) и металлургии, а Костромской области – в электроэнергетике, лесной и целлюлозно-бумажной промышленности, ювелирном производстве.

Отметим, что все перечисленные отрасли довольно чувствительны к кризисным явлениям в экономике, что, к примеру, в 2008-2009 годы незамедлительно отразилось на сокращении собственных доходов данных регионов: у Свердловской области на 27%, у Карелии – на 21%, у Костромской области – на 16%. Поэтому в текущих условиях нестабильности низкая отраслевая диверсификация экономик рассматриваемых регионов может негативно сказаться на уровне их кредитоспособности.

Масштаб бюджета и зависимость от безвозмездных поступлений. Костромская область и Карелия обладают небольшими по масштабам бюджетами среди других субъектов федерации, в том числе и на фоне Свердловской области (в 5-8 раза меньше). Так, согласно утвержденным бюджетам регионов на 2011 год, общие доходы Костромской области составят 18 млрд руб., а Карелии – 26 млрд руб., в то время как у Свердловской области – 142 млрд руб.

В 2011 году наибольший рост доходов ожидается у Свердловской области – на 17% к 2010 году, в то время как у Костромской области прирост запланирован на 9%, а у Карелии доходы прогнозируются практически на уровне прошлого года, с небольшим ростом на 3,3%. Вместе с тем, исполнение бюджета по доходам по итогам 9 месяцев 2011 года у регионов было на довольно хорошем уровне: лучше всего дела обстояли у Карелии – 80%, а несколько хуже у Костромской области – 74% и Свердловской областей – 72%.

Преобладающая часть доходов рассматриваемых регионов представлена собственными налоговыми и неналоговыми поступлениями (у Свердловской области – 83%, у Карелии – 67%, у Костромской области – 53%), которые за последние 2 года демонстрируют рост после просадки в кризисные 2008-2009 годы. Восстановление доходов происходит за счет увеличения поступлений от налога на прибыль организаций и НДФЛ.

Вместе с тем, немаловажную роль в структуре доходов бюджетов Карелии и Костромской области играют безвозмездные поступления из вышестоящего бюджета (около 33% и 46,7% соответственно), что говорит о высокой зависимости регионов от федерального центра и объясняется их экономическим потенциалом (см. выше). На этом фоне у Свердловской области дела обстояли существенно лучше: на дотации и субвенции из бюджета вышестоящего уровня приходилось всего 17% доходов.

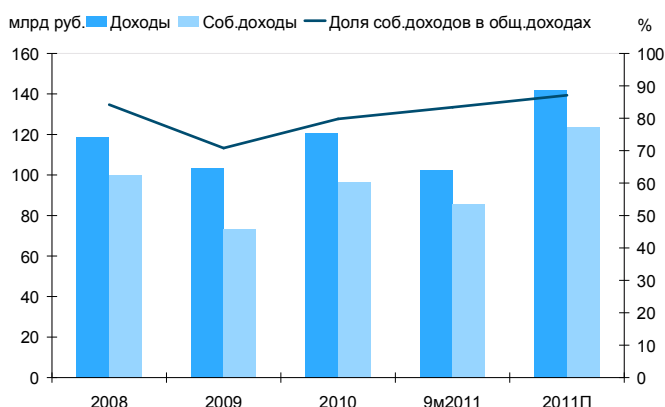
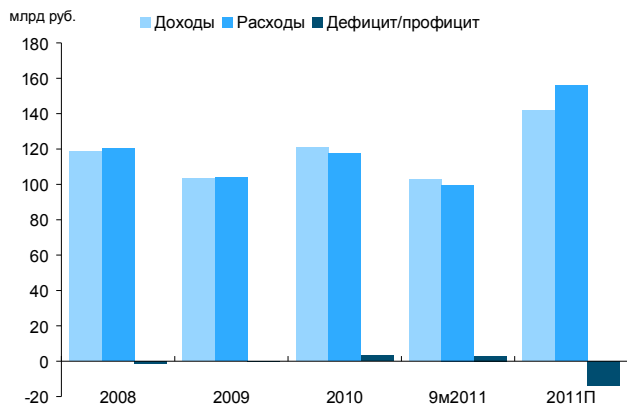
Отдельно обратим внимание, что в период экономической нестабильности 2008-2009 годов для обеспечения устойчивости бюджетов всех регионов была оказана дополнительная финансовая

поддержка из федерального бюджета (в виде безвозмездных перечислений, бюджетных кредитов и пр.), независимо от того, являются они дотационными или донорами.

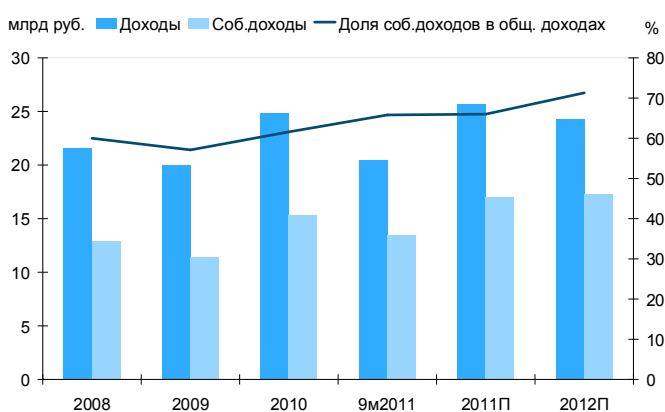
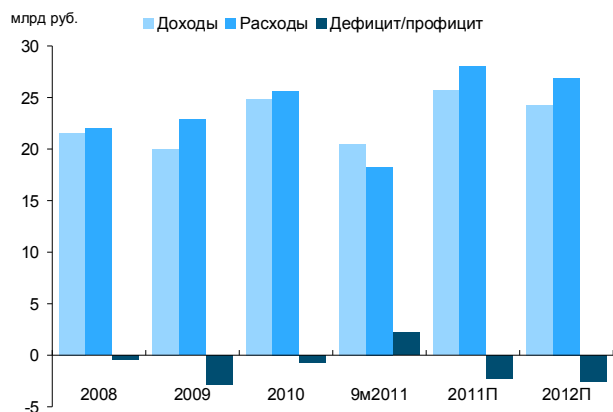
По плану бюджеты рассматриваемых регионов на 2011 год являются дефицитными, причем, наибольший его объем у Свердловской области (14 млрд руб. или 9,9% всех доходов), затем у Карелии (2,3 млрд руб. или 9,0%) и Костромской области (2,3 млрд руб. или 13,0%).

Ключевые бюджетные показатели регионов

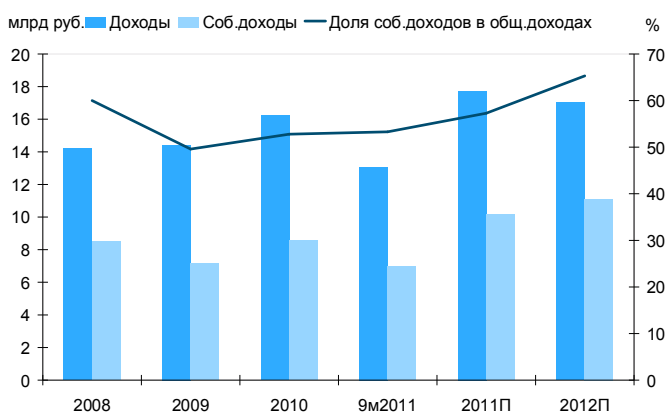
Свердловская область



Республика Карелия



Костромская область



Источники: данные регионов, Минфина РФ, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Долговая нагрузка.

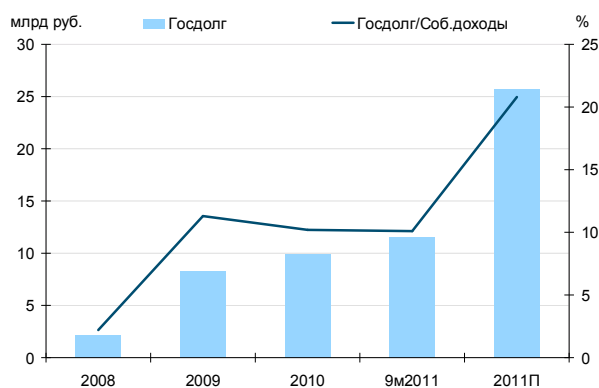
По долговой нагрузке из рассматриваемых регионов заметно выделяется Свердловская область с наиболее низким ее уровнем – госдолг в собственных доходах по итогам 9 месяцев 2011 года, по нашим оценкам, составил всего 10%. Согласно утвержденному бюджету на этот год, предельное значение госдолга области может достичь значения 25,7 млрд руб., что в 2,6 раза больше его величины за 2010 год. В этом случае соотношение госдолг/соб.доходы подойдет к отметке 21% уже к концу года. У других регионов долговая нагрузка была существенно выше: у Карелии – 38% и у Костромской области – 89%. Причем, по итогам 2011 года, исходя из утвержденных параметров бюджетов регионов, соотношение госдолг/соб.доходы может достичь 61% и 79% соответственно.

Отметим, что по итогам 9 месяцев 2011 года в среднем по субъектам федерации данное соотношение составляет порядка 35-40%. Кроме того, напомним, что разрешенный Бюджетным кодексом РФ уровень госдолга не должен превышать 100% от собственных доходов субъекта федерации. Таким образом, из всех регионов наибольшие риски, связанные с долговой нагрузкой, присутствует у Костромской области, на приемлемом уровне они находятся у Карелии, а наилучшим образом дела обстоят у Свердловской области.

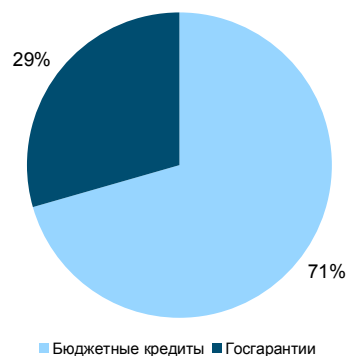
Вместе с тем, рост госдолга Свердловской области произойдет за счет размещения облигаций на 3 млрд руб., привлечения банковских кредитов в размере 4,2 млрд руб. и предоставления госгарантий на сумму 7,8 млрд руб. Напомним, что в этом году у области запланирован значительный объем дефицита бюджета (14 млрд руб.), который будет покрыт, в том числе из перечисленных выше источников.

У Карелии в этом году также присутствует потребность в покрытии дефицита бюджета (по плану 2,3 млрд руб.), которое произойдет в основном за счет заемных ресурсов: банковских кредитов (на 1,6 млрд руб.) и облигаций (на 1 млрд руб.). Здесь также обратим внимание на пик в графике погашения госдолга, который приходится на 2012 год, когда потребуется рефинансировать 2,8 млрд руб. (или около 42% госдолга), что, на наш взгляд, республике удастся реализовать, с учетом уровня кредитоспособности региона.

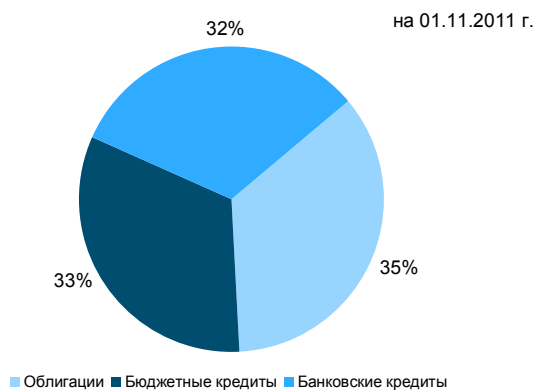
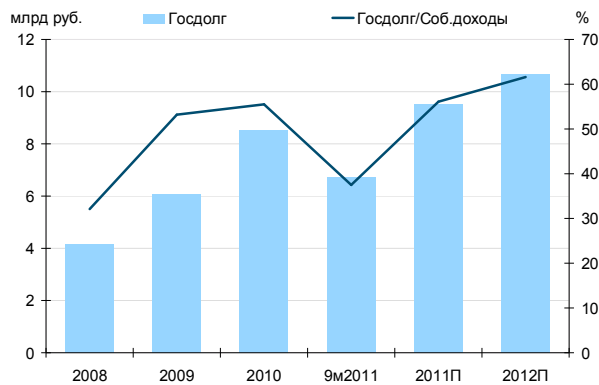
Аналогичную ситуацию с временной структурой долга можно наблюдать и у Костромской области, которой предстоит рефинансировать в 2012 году значительную сумму госдолга (порядка 3 млрд руб.), кроме того, по-прежнему возникнет потребность в финансировании дефицита бюджета региона (1,7 млрд руб.). В свою очередь, выход Костромской области с облигационным займом на долговой рынок должен позволить улучшить временную структуру госдолга. Если это не удастся сделать в полном объеме через данный инструмент, скорее всего, область сможет привлечь кредиты госбанков или, в крайнем случае, кредиты из федерального бюджета.

Ключевые показатели долговой нагрузки и структуры госдолга регионов**Свердловская область**

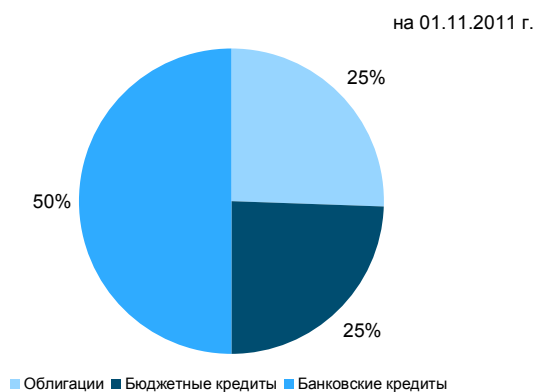
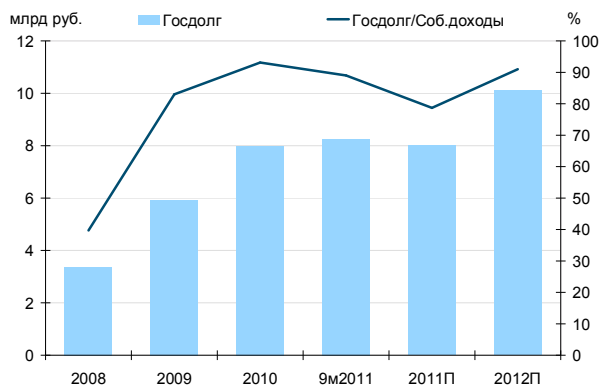
на 01.11.2011 г.



Республика Карелия



Костромская область



Источники: данные регионов, Минфина РФ, Федерального казначейства, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Аналитический департамент

Тел. (495) 797-32-48

Факс. (495) 797-52-48

research@nomos.ru

Директор департамента

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Нефть и газ

Денис Борисов

Borisov_DV@nomos.ru

Металлургия

Юрий Волков, CFA

Volov_YM@nomos.ru

Электроэнергетика

Михаил Лямин

Lyamin_MY@nomos.ru

Стратегия

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Игорь Нуждин

Nuzhdin_IA@nomos.ru

Макроэкономика

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

Долговой рынок

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

Алексей Егоров

Egorov_AVi@nomos.ru

Игорь Голубев

IGolubev@nomos.ru

Кредитный анализ

Александр Полутов

Polyutov_AV@nomos.ru

Елена Федоткова

Fedotkova_EV@nomos.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые НОМОС-БАНК рассматривает в качестве достоверных. Однако НОМОС-БАНК, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

НОМОС-БАНК, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. НОМОС-БАНК, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. НОМОС-БАНК не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения НОМОС-БАНКа. НОМОС-БАНК не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.