

Чувашская Республика: размещение нового выпуска облигаций

Государственный регистрационный номер: RU25004CHUO
Объем выпуска: 750 млн. руб.
Дата начала размещения: 28 марта 2005 г.
Срок обращения: 4 года (1460 дней)
Дата погашения: 27 марта 2009 г.

Купонный период: полгода
Купонные ставки: постоянные
Тип размещения: внебиржевое
Статус Росбанка: главный андеррайтер, платежный агент

Общая характеристика эмитента

Чувашская республика (ЧР) – регион в составе Приволжского федерального округа, расположенный в Среднем Поволжье. Чувашия граничит на западе – с Нижегородской областью, на севере – с Республикой Марий-Эл, на востоке – с Татарстаном, на юге и юго-западе – с Ульяновской областью и Мордовией.

Численность постоянного населения ЧР на 1 января 2004 г. составила 1.31 млн. чел., в том числе проживающих в городских поселениях – 795 тыс. чел. (60.9%), в сельской местности – 510 тыс. чел. (39.1%). Республика занимает сравнительно небольшую территорию общей площадью 18.3 тыс. кв. км. Столица Чувашии – Чебоксары (население – чуть менее полумиллиона человек). Второй по населению и экономической важности город – Новочебоксарск.

Пост Президента Чувашской республики с января 1994 г. занимает Николай Федоров. Повторно на должность Президента Н. Федоров переизбирался в 1997 г. и 2001 г. Срок истечения его полномочий – 28 декабря 2005 г. Мы оцениваем политическую позицию Президента Федорова и на региональном, и на общероссийском уровне как очень сильную.

Экономика региона и крупнейшие налогоплательщики

Чувашия относится к малым регионам – ее доля в общем промышленном производстве Приволжского федерального округа составляет 2%. Тем не менее, республиканская экономика развивается очень динамично. Физический объем промпроизводства, выросший в 2002 г. на 3.7%, в следующем году продемонстрировал рост уже на 8.1%, а в 2004 г. данный показатель достиг 11.3%. Отраслями, лидировавшими по темпам роста в 2004 г., стали химия и нефтехимия (24.1% роста), машиностроение и металлообработка (13.0%), электроэнергетика (5.8%). По темпам роста регион не только занимает лидирующие позиции в Приволжском округе, «обгоняя» все крупные субъекты Поволжья (табл. 1), но также и значительно опережает общероссийские показатели (табл. 2).

Правительство республики с апреля 2004 г. возглавляет Сергей Гапликов, а главой Министерства финансов региона уже более 12 лет (с марта 1992 г.) является Николай Смирнов. На наш взгляд, высокая степень стабильности состава руководства региона делает его финансовую политику последовательной и улучшает ее качество. Чувашская Республика заслуженно пользуется репутацией региона с хорошо управляемой системой органов власти и высоким качеством бюджетного администрирования. Это касается и планирования, и исполнения регионального и местных бюджетов республики. Руководство Минфина РФ неоднократно высоко оценивало организацию бюджетного процесса в регионе. А. Кудрин характеризовал Н. Смирнова как «лучшего регионального министра финансов», а руководитель Федерального казначейства Т. Нестеренко выделяла казначейскую систему Чувашии как одну из самых эффективных в стране.

В целом политические риски инвестирования в государственный долг Чувашии мы оцениваем как минимальные.

Необходимо отметить высокую активность инвестирования в основной капитал в экономике Чувашии, также опережающую средние показатели по России в целом. За прошлый год оценка прироста

Табл. 1. Темпы роста реальных объемов пром. производства в Приволжском округе (2004 г., %)

| Регион | Рост в 2004 г. |
|---------------|----------------|
| Чувашия | 11.3 |
| Самарская | 7.9 |
| Татарстан | 5.5 |
| Пермская | 3.6 |
| Башкортостан | 3.3 |
| Нижегородская | 1.5 |

Только некоторые регионы. Источник: МФ ЧР, Росбанк

Табл. 2. Основные макроэкономические показатели Чувашии и России в целом

| Показатели | 2001 | | 2002 | | 2003 | | 2004 | |
|---|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | ЧР | РФ | ЧР | РФ | ЧР | РФ | ЧР | РФ |
| Реальный сектор экономики (прирост в %) | | | | | | | | |
| Объем промышл. пр-ва | 4.5 | 4.9 | 3.7 | 3.7 | 8.1 | 7 | 11.3 | 6.1 |
| Объем продукции. с/х | 4.9 | 6.8 | -0.4 | 1.7 | 1.1 | 1.5 | 0.4 | 1.6 |
| Инвестиции в осн. кап.* | 17.3 | 8.7 | 17.8 | 2.6 | 13.6 | 12.5 | 15.0 | 10.9 |
| Оборот розничн. торг. | 11.4 | 10.7 | 5.3 | 9.2 | 12.7 | 8 | 8.0 | 12.1 |
| Реальные доходы населения (прирост в %) | | | | | | | | |
| Располагаемые | 10.4 | 8.5 | 11 | 9.9 | 14.5 | 14.9 | 4.1 | 7.8 |
| Средняя зарплата | 17.4 | 19.9 | 20.5 | 16.2 | 14.2 | 10.4 | 13.6 | 10.8 |
| Денежный сектор (в %) | | | | | | | | |
| Инфляция (по ИПЦ) | 19.1 | 18.6 | 17.3 | 15.1 | 13.3 | 12 | 10.7 | 11.7 |

(*) Оценка. Источник: ФСГС, МФ ЧР, расчеты Росбанка

капложений в основные средства в республике составляет 15% против средних по стране 10.9%. Такие показатели отражают как активную реализацию государственных инфраструктурных проектов в Республике, так и капитальные вложения частного сектора. Мы специально подчеркиваем, что «точки роста» в экономике Чувашии – это именно те отрасли, которые составляют ее основу, занимая наиболее заметные доли в структуре промышленного производства Республики (машиностроение, пищевая и химическая промышленность, табл. 3-4).

К стратегически важным для региона можно отнести, среди прочих, следующие предприятия:

- ОАО «Промтрактор» (Чебоксарский завод промышленных тракторов) – крупнейший в стране и СНГ производитель тяжелых бульдозеров и трубоукладчиков. Традиционная клиентура – компании сырьевого сектора (Газпром, Алроса, ЛУКОЙЛ, ТНК-ВР). Новое направление развития компании – партнерство с ОАО «Российские железные дороги» (РЖД) по поставке стального вагонного литья и организации производства новых моделей грузовых вагонов, причем по первому направлению долгосрочный контракт на сумму около 1 млрд. долл. реализуется с прошлого года;
- ОАО «Чебоксарский агрегатный завод» - производитель запчастей к ходовым системам промышленной, сельскохозяйственной и трелевочной гусеничной технике, а также узлов и деталей сцепления для тракторов, комбайнов и автомобилей. Среди потребителей продукции завода – Caterpillar и FIAT;
- ОАО «Химпром» - одно из крупнейших предприятий химической промышленности страны, выпускающее хлор-, фосфор- и кремний - органические продукты, бытовую химию, гербициды, полиэфирполиолы (которые используются для получения жестких пенополиуританов). «Химпром» - крупнейший в РФ производитель пероксида водорода (90% производства), используемого в качестве экологически чистого отбеливателя.
- Новочебоксарский пивоваренный завод (филиал SUN Interbrew). Это современное

предприятие способно производить ежегодно до 1 млн. гектолитров пива самого высокого качества. В 2004 г. на заводе начато производство марок «Стелла Артуа», «Бекс» и «Старопрамен», причем по первым двум маркам – это единственное в России производство.

Кроме филиала SUN Interbrew, перечисленные компании входят в число наиболее крупных налогоплательщиков для республиканского бюджета. Также к этой группе относятся ОАО «Чувашэнерго», «Элара» (производство электроники, авионики, транспортной электроники), филиалы ФГУП «Росспиртпром», пивоваренный завод «Букет Чувашии», кондитерское предприятие ОАО «АККонд».

Табл. 3. Структура промышленности Чувашии (доля совокупного пром. пр-ва)

| Отрасли | 2002 | 2003 | 2004 |
|-----------------------|------|------|------|
| машиностроение | 45% | 45% | 47% |
| пищевая пром. | 15% | 15% | 15% |
| электроэнергетика | 13% | 14% | 14% |
| хим. и нефтехим. | 11% | 10% | 11% |
| легкая | 7% | 6% | 5% |
| пром. стройматериалов | 5% | 5% | 4% |
| лесная, дер. и ЦБП | 2% | 2% | 2% |
| прочие отрасли | 2% | 1% | 1% |
| черная металлургия | 0% | 1% | 1% |
| полиграфическая | 0% | 1% | 1% |

Источник: ФСГС РФ, МФ ЧР, расчеты Росбанка

Табл. 4. Рост по отраслям в Чувашии и РФ в целом (реальный объема производства в %)

| Отрасли | 2003 | | 2004 | |
|-----------------------|------|------|------|------|
| | ЧР | РФ | ЧР | РФ |
| машиностроение | 7.1 | 9.4 | 13.0 | 11.7 |
| электроэнергетика | 0.7 | 1.0 | 5.8 | 0.3 |
| хим. и нефтехим. | 8.8 | 4.4 | 24.1 | 7.4 |
| легкая | 7.2 | -2.3 | 3.8 | -7.5 |
| лесная, дер. и ЦБП | -1.9 | 1.5 | -6.9 | 3.0 |
| пром. стройматериалов | 8.9 | 6.4 | 1.1 | 5.3 |
| Всего по промышл. | 8.1 | 7.0 | 11.3 | 6.1 |

Источник: ФСГС РФ, МФ ЧР, расчеты Росбанка

Положение бюджета Чувашской Республики

Чувашия – регион с относительно небольшим бюджетом (табл. 5). Совокупные доходы неконсолидированного республиканского бюджета по оперативному отчету за 12 месяцев 2004 г. составили чуть менее 9.5 млрд. руб. Это существенно меньше, чем по большинству других регионов, чьи облигации торгуются на публичном рынке. С другой стороны, за последние три года доходная часть бюджета Чувашии выросла вдвое.

В структуре доходной части бюджета ЧР налоговые доходы пока обеспечивают чуть менее половины всех доходов. В то же время мы подчеркиваем, что быстрый экономический рост за последние два года привел к возрастанию доли налоговых доходов на 15 процентных пунктов (с 33.3% в 2002 г. до 48.3% в прошлом году). В прошедшем году в Чувашии впервые объем собранных налогов превысил объем полученных трансфертов из других бюджетов.

В налоговых доходах примерно равные доли – 28-29% - занимают поступления по налогу на прибыль и на доходы физических лиц. Чуть меньше – 24% всех налоговых доходов – обеспечивается акцизными платежами, в первую очередь – на алкогольную продукцию, в меньшей степени – на бензин (в части, централизованно распределяемой по регионам). Налог на имущество организаций обеспечивает 8% всех налоговых доходов, примерно столько же – земельный, водный и транспортный налоги вместе.

Налоговая база бюджета Чувашии является высоко диверсифицированной. На долю десяти крупнейших налогоплательщиков приходится около 20% налоговых доходов республиканского бюджета (с учетом доходов, поступающих от подоходного налога, уплачиваемого работниками предприятий). Наиболее крупным налогоплательщиком является АО «Чувашэнерго», доля которого в налоговых доходах бюджета составляет около 7%. Мы подробнее

останавливаемся на зависимости республиканского бюджета от этого налогоплательщика в свете реформы энергетики в прил. 1. На наш взгляд, в целом степень диверсификации налоговых доходов бюджета позволяет оценить степень его подверженности отдельным отраслевым рискам как низкую.

Безвозмездные перечисления от бюджетов других уровней (4.3 млрд. руб.) формируют более 45% доходов Республики. Однако необходимо иметь в виду, что для оценки уровня финансовой обеспеченности региона этот показатель не является информативным – он включает не только дотации, но также субсидии и субвенции, через которые в регион в том числе поступают целевые средства на финансирование «федеральных мандатов». Тем не менее, даже с учетом этого обстоятельства бюджет Чувашии пока остается дотационным – дотации на выравнивание обеспеченности, перечисление которых не является целевым, обеспечивают 31% всех доходов. Это самый высокий показатель среди всех эмитентов.

В расходной части бюджета мы отмечаем значительную долю капитальных расходов, что связано с финансированием таких масштабных проектов по развитию инфраструктуры, как газификация населенных пунктов. Если в 2001 г. уровень газификации по региону в целом составлял 40%, то на начало нынешнего года он достиг 98%. За указанный период газифицировано 96.7 тыс. индивидуальных домов, построено 7151.3 км газораспределительных сетей. Финансирование этих работ из регионального бюджета за указанный период превысило 2 млрд. руб., и выручка от размещения предыдущих займов также направлялась на газификацию. С учетом прочих капитальных расходов их общая доля в совокупных расходах бюджета выросла с 14% до 22%. Для малых регионов это очень высокий показатель.

Табл. 5. Доходная часть средних и малых региональных бюджетов в 2004 г. (млрд. руб.)

| Регионы (упорядочены по общим доходам) | Налогов. всего | Доля | На приб. | НДФЛ | Неналог. всего | Доля | Безвозм. от др. бюдж. | Дотации на выравн. | Доля | Всего |
|--|-------------------|------|-------------|------|-------------------|------|-----------------------------|--------------------------|------|-------|
| Хабаровский | 12.5 | 63% | 4.3 | 4.3 | 0.8 | 4% | 6.3 | 2.9 | 15% | 19.9 |
| Иркутская | 12.5 | 71% | 3.4 | 4.2 | 1.0 | 5% | 3.9 | 1.0 | 6% | 17.7 |
| Новосибирская | 11.4 | 65% | 2.8 | 3.9 | 0.7 | 4% | 5.7 | 3.5 | 20% | 17.6 |
| Коми | 15.3 | 89% | 5.1 | 6.0 | 0.5 | 3% | 1.4 | 0.0 | 0% | 17.2 |
| Ленинградская | 12.3 | 82% | 3.9 | 4.7 | 0.7 | 5% | 1.5 | 0.0 | 0% | 15.1 |
| Воронежская | 7.8 | 59% | 1.2 | 3.4 | 0.7 | 5% | 4.7 | 2.9 | 22% | 13.3 |
| Волгоградская | 7.9 | 65% | 1.3 | 2.4 | 0.6 | 5% | 3.6 | 1.3 | 10% | 12.1 |
| Томская | 8.6 | 73% | 2.3 | 1.9 | 0.4 | 4% | 2.7 | 1.0 | 8% | 11.7 |
| Белгородская | 8.6 | 78% | 3.5 | 2.4 | 0.5 | 4% | 1.7 | 0.7 | 6% | 10.9 |
| Тверская | 6.2 | 64% | 1.3 | 2.0 | 0.4 | 4% | 2.9 | 1.7 | 17% | 9.7 |
| Чувашия | 4.6 | 48% | 1.3 | 1.3 | 0.3 | 3% | 4.3 | 3.0 | 31% | 9.5 |
| Мурманская | 5.9 | 66% | 1.8 | 1.9 | 0.5 | 5% | 2.5 | 0.5 | 6% | 9.0 |
| Ярославская | 6.2 | 80% | 1.5 | 1.5 | 0.3 | 4% | 1.2 | 0.0 | 0% | 7.7 |
| Карелия | 4.4 | 58% | 0.9 | 1.9 | 0.5 | 7% | 2.5 | 0.8 | 11% | 7.6 |
| Костромская | 2.1 | 42% | 0.6 | 0.4 | 0.2 | 4% | 2.1 | 1.1 | 22% | 4.9 |

Только регионы-эмитенты с доходами неконсолидированных бюджетов менее 20 млрд. руб. По оперативной отчетности на 1 января 2005 г. (не годовые отчеты). Источник: Минфин РФ, расчеты Росбанка

В остальном расходы бюджета Чуваши типичны для всех регионов. Самые большие статьи – это трансферты для местных бюджетов (более 40% всех расходов), промышленность, энергетика и строительство (18%), здравоохранение (10%).

В отношении монетизации льгот мы отмечаем, что на 2005 г. сохранены натуральные льготы по жилищно-коммунальным услугам, общественному транспорту, обеспечению населения лекарствами и зубопротезированию. На основу денежных выплат переведены льготы, связанные с услугами связи и жилищными субсидиями. Соответствующее целевое финансирование проводится через Фонд субвенций и субсидий, направляемых местным бюджетам, поскольку большая часть льгот непосредственно предоставляется на местном уровне.

В целом исполнение бюджета в 2001-2004 гг. проходило с возрастающим дефицитом, что, однако, было в первую очередь связано с быстрым ростом капитальных расходов. Текущий баланс республиканского бюджета сохранялся профицитным на протяжении последних 4 лет.

Финансирование дефицита и долг

Основным источником финансирования дефицита бюджета Чуваши за 2001-2004 гг. являлся выпуск ценных бумаг (табл. 6). Зависимость бюджета от банковских кредитов является низкой: хотя Республика систематически обращается к этому источнику, он используется только для покрытия внутригодовых разрывов, не приводя к росту долга по итогам года. Бюджетные ссуды также играют не очень значительную роль (меньше поступлений от приватизации).

В результате совокупный государственный долг Чуваши по состоянию на 1 января 2005 г. составлял 1.92 млрд. руб. (табл. 7). Ссудной задолженности перед банками у Республики на тот момент не было, перед федеральным Минфином остаток долга составлял 71 млн. руб. В этой сумме 25 млн. – ссуда с погашением в августе 2006 г., остальное – реструктурированные централизованные кредиты с рассрочкой погашения до 2010 г. и долг по проекту АРИС (программа поддержки сельскохозяйственных реформ, финансируемая Всемирным банком), который должен быть выплачен до 2011 г.

Номинальный объем облигационных выпусков, находящихся в обращении, на начало года составлял 785 млн. руб. по двум обращающимся биржевым выпускам и еще 12.7 млн. руб. – остаток долга по жилищным облигациям (задолженность отражается в долговой книге из-за длительной процедуры списания облигаций, связанной с оформлением договоров на приобретение жилья по льготным ценам).

Самая значительная часть государственного долга Чуваши – почти 55% - связана с выданными гарантиями. Как видно из табл. 6, гарантийные требования к администрации региона в прошлом возникали крайне редко. На настоящее время Минфин Чуваши также оценивает выданные гарантии как качественные, а вероятность перехода требований на бюджет – как низкую.

Табл. 6. Движение денежных средств регионального бюджета в 2001-2004 гг.

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 |
|--|-------|-------|-------|-------|
| Первичный бюджет (млн. руб.) | | | | |
| Доходы | 4 743 | 6 948 | 8 496 | 9 488 |
| Расходы | 4 676 | 7 128 | 8 704 | 9 919 |
| ...обслуж. долга | 22 | 29 | 60 | 96 |
| ...как % расходов | 0.5% | 0.4% | 0.7% | 1.0% |
| ...капитальные | 658 | 1 129 | 1 886 | 2 208 |
| ...как % расходов | 14.1% | 15.8% | 21.7% | 22.3% |
| Профицит | 67 | -180 | -213 | -431 |
| ...Как % доходов | 1.4% | -2.6% | -2.5% | -4.5% |
| Долговое финансирование (млн. руб.) | | | | |
| Бюджетные ссуды | -9 | -1 | 30 | 45 |
| Банковские кредиты | -75 | 70 | -70 | 0 |
| Ценные бумаги | 28 | 189 | 224 | 355 |
| Прирост долга* | -56 | 258 | 184 | 400 |
| ...как доля кап. Расходов | -8% | 23% | 10% | 18% |
| Исполн. гарантий | 0 | 0 | -4 | 0 |
| Не долговое финансирование (млн. руб.) | | | | |
| Остатки и разницы | -55 | -95 | -110 | -30 |
| Приватизация | 20 | 7 | 96 | 61 |
| Прочие источники | 23 | 10 | 48 | 0 |

(*) Оценка по кассовому исполнению (не номинал) без учета гарантийных операций. Источник: МФ ЧР, расчеты Росбанка

Табл. 7. Госдолг ЧР на 1 января 2005 г.

| | млн. руб. | Доля |
|--------------------------|-----------|--------|
| Бюджетные ссуды, в т.ч. | 71.4 | 3.7% |
| ... "новая" ссуда МФ РФ | 25.0 | 1.3% |
|реструктур. ЦКР | 40.1 | 2.1% |
|АРИС | 6.3 | 0.3% |
| Банковские кредиты | 0.0 | 0.0% |
| Ценные бумаги | 797.7 | 41.5% |
| Векселя | 1.0 | 0.1% |
| Государственные гарантии | 1 049.9 | 54.7% |
| Всего | 1 920.0 | 100.0% |

Источник: МФ ЧР, расчеты Росбанка

Самая крупная гарантия, выданная бюджетом Чуваши, связана со строительством пивоваренного завода в Новочебоксарске. Проект осуществлялся с 1997 г. и финансировался за счет кредита, который Внешэкономбанк выдал ЗАО «Булгар-Хмель» на сумму 37.8 млн. немецких марок под поручительство Кабинета Министров Чувашской Республики. После кризиса 1998 г. в соответствии с приказом Минфина РФ №350 от 31-12-2002 заем был реструктурирован, после чего Постановлением Госсовета Чуваши были выданы государственные гарантии Чуваши в пользу Российской Федерации по переоформленному кредиту.

Одновременно с реструктуризацией долга происходил процесс смены собственности на заводе. После выделения его производственных мощностей в ООО «Комбинат напитков» компания была продана холдингу SUN Interbrew. Позже, преобразовав это ООО в ЗАО, холдинг перевел его (наряду с другими производственными подразделениями) на единую акцию. Однако стороной в соглашении по реструктуризации кредита, заключенного между

ВЭБом и заемщиком, по-прежнему осталось ЗАО «Булгар-Хмель». По новой информации Минфина Чувашии, это юридическое лицо не вошло состав холдинга SUN Interbrew, которому были проданы активы завода, и оно не занимается какой-либо производственной деятельностью, которая была бы связана с активами этого предприятия. Таким образом, мы должны признать ошибочность мнения, высказанного в деск-ноуте по предыдущему выпуску (от 31 марта 2004 г.), где мы предполагали, что задолженность ЗАО «Булгар-Хмель» фактически стала обязательством SUN Interbrew. В свете отмеченных выше обстоятельств мы затрудняемся определить реальный статус гарантии и оценить вероятность наступления гарантийного случая.

Тем не менее, до текущего момента ЗАО «Булгар-Хмель» своевременно и в полном объеме перечисляло средства в счет обслуживания задолженности. Кроме того, инвесторы должны принять во внимание благоприятный график платежей по обязательствам «Булгар-Хмель». Если в большинстве случаев при реструктуризациях долгов Минфин требует примерно равномерной выплаты основного долга, то по целевым иностранным кредитам применяется иной порядок. Он предусматривает погашение консолидированного долга «по нарастающей»: 2005 г. – 5.5%, 2006 г. – 8.2%, 2007 г. – 11.0%, 2008 г. – 13.5%, 2009 г. – 16.2%, 2010 г. – 18.7%, 2011 г. – 21.5% исходной суммы, составлявшей €25.4 млн. Цена обслуживания этого долга – 3% годовых в евро. Таким образом, даже если обязательства фактически перейдут на бюджет, то для размещаемого выпуска облигаций (который погашается в 2009 г.) актуальной является менее половины этого долга – потому что его основная часть гасится после срока обращения размещаемого выпуска.

В целом по показателю относительных расходов на обслуживание долга позиция Республики является сильной (на долговые расходы направляется менее чем 1% всей расходной части бюджета). Это отражает относительно низкий объем рыночной (активной) составляющей всей задолженности. Однако наиболее консервативным инвесторам имеет смысл включать в рассмотрение всю сумму долга (в т.ч. по гарантиям за «Булгар-Хмель»). В таком случае по показателю доли долга в доходах без учета финансовой помощи Чувашия будет выглядеть несколько хуже средних показателей (табл. 8).

Республике присвоен долгосрочный кредитный рейтинг агентства Interfax Moody's по национальной шкале на уровне A1 (rus) и краткосрочный рейтинг RUS-1. Относительное положение эмитента по рейтингам приведено в табл. 9. Мы напоминаем инвесторам о том, что в российских условиях во все рейтинги (в т.ч. по национальным шкалам) заложено сильное смещение, поскольку процедуру получения рейтинга проходят только наиболее сильные регионы. Поэтому разрыв между «последним» и «первым» местами в рейтингах соответствует гораздо меньшему различию кредитного качества, чем между «самыми сильными» и наименее обеспеченными субъектами РФ. Кроме того, инвесторам стоит лишний раз обратить внимание на расшифровку рейтинговых

обозначений. По школе агентства долгосрочный рейтинг «А» расшифровывается как «высокая кредитоспособность относительно других российских заемщиков / заимствований, которая может ухудшиться под влиянием негативных внешних условий». Краткосрочный рейтинг «RUS-1» отражает оценку «исключительно высокая кредитоспособность по краткосрочным обязательствам относительно других российских заемщиков / заимствований». Мы подчеркиваем, что все присвоенные краткосрочные рейтинги находятся на одинаково высоком уровне (агентство Interfax Moody's под «краткосрочным» периодом имеет в виду сроки до 1 года).

Табл. 8. Относительная долговая нагрузка региональных бюджетов

| Регионы (упорядочены по доле долговых расходов) | Долг к доходам без фин. помощи | Доля расходов на обслуживание долга |
|--|--------------------------------|-------------------------------------|
| Краснодарский | 9.9% | 0.28% |
| Башкортостан | 7.8% | 0.28% |
| Самарская | 23.9% | 0.80% |
| Мурманская | 28.4% | 0.83% |
| Иркутская | 24.0% | 0.91% |
| Чувашия | 39.3% | 0.96% |
| Белгородская | 37.4% | 1.31% |
| Ленинградская | 16.9% | 1.40% |
| Волгоградская | 33.2% | 1.42% |
| Карелия | 33.0% | 1.50% |
| Саха (Якутия) | 66.3% | 1.53% |
| Воронежская | 31.4% | 1.69% |
| Костромская | 69.3% | 1.70% |
| Коми | 16.8% | 1.76% |
| Хабаровский | 51.8% | 2.03% |
| Томская | 32.7% | 2.05% |
| Красноярский | 33.3% | 2.06% |
| Тверская | 33.5% | 2.21% |
| Нижегородская | 35.5% | 2.89% |
| Ярославская | 56.5% | 3.65% |
| Московская | 54.0% | 4.33% |
| Новосибирская | 49.5% | 6.13% |

Долг – фактический долг на 1 октября 2004 г. к плановым доходам за 2004 г. без учета финансовой помощи федерального бюджета. Доля долговых расходов – за весь 2004 г. по оперативной отчетности об исполнении на 1 января 2005 г. Источник: Минфин РФ, расчеты Росбанка

Табл. 9. Действующие рейтинги агентства Moody's Interfax (по состоянию на дату публикации)

| Регион | Долгоср. рейтинг | Краткосрочн. рейтинг |
|-----------------|------------------|----------------------|
| Москва | Aaa (rus) | RUS-1 |
| Санкт-Петербург | Aaa (rus) | RUS-1 |
| Пермская | Aa1 (rus) | RUS-1 |
| Самарская | Aa2 (rus) | RUS-1 |
| Вологодская | Aa3 (rus) | RUS-1 |
| Тюменская | Aa3 (rus) | RUS-1 |
| Удмуртия | Aa3 (rus) | RUS-1 |
| Саратовская | A1 (rus) | RUS-1 |
| Челябинская | A1 (rus) | RUS-1 |
| Чувашия | A1 (rus) | RUS-1 |

Источник: Moody's Interfax

Рынок облигаций эмитента

В настоящее время на биржевом рынке обращаются два выпуска облигаций Чувашии, их параметры приведены в табл. 10. Республика дебютировала на рынке в августе 2003 г. с 2-летним займом объемом 285 млн. руб., после чего в апреле прошлого года был размещен 3-летний выпуск на сумму 500 млн. руб.

Табл. 10. Обращающиеся выпуски облигаций Чувашии

| Регистр. номер | RU24002CHU0 | RU24003CHU0 |
|-----------------|-------------|-------------|
| Торговый код | Чувашия | Чувашия-03 |
| Начало размещ. | 12-авг-03 | 14-апр-04 |
| Погашение | 12-авг-05 | 13-апр-07 |
| Объем, руб. | 285 млн. | 500 млн. |
| Период купонов | квартал | квартал |
| Купонная ставка | 12% [*] | 9,5% [*] |

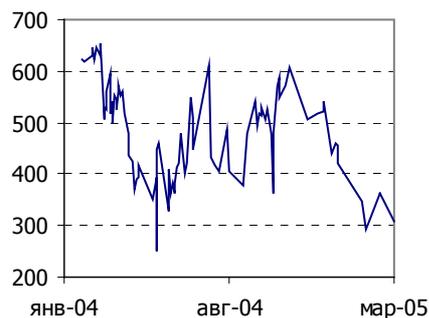
[*] по текущему купону. Источник: Росбанк

Для региональных бумаг чувашские облигации обладают приемлемым уровнем ликвидности. Средний за торговый день оборот торгов на ММВБ с учетом переговорных сделок с начала этого года составляет по выпуску 24002 – 3.2 млн. руб. (но здесь нужно учитывать традиционный спад активности в бумагах с приближающимся погашением), а по выпуску 24003 – 8.7 млн. руб.

Купонные ставки обоих выпусков привязаны к ставке рефинансирования Центрального банка, но неодинаковым образом (Прил. 2). Тем не менее, для выпуска 24002 анализировать спрэды к базовым инструментам можно напрямую, а для выпуска 24003 мы приводим спрэды для двух сценариев купонной динамики этого выпуска, изложенных в Прил. 2 (рис. 1-2). Если использовать наш пересмотренный сценарий в качестве «отправной точки», то с начала этого года спрэды по выпуску 24003 держались в диапазоне от 330 до 430 б.п. Спрэды по «короткому» выпуску 24002 в последнее время находятся несколько ниже этих показателей. Мы напоминаем инвесторам, однако, что это – всего лишь сценарные расчеты, степень обоснованности которых напрямую зависит от корректности конкретного прогноза действий ЦБ по ставке рефинансирования. Прогнозировать его шаги в этой области в принципе очень тяжело, и поэтому на основании этих цифр

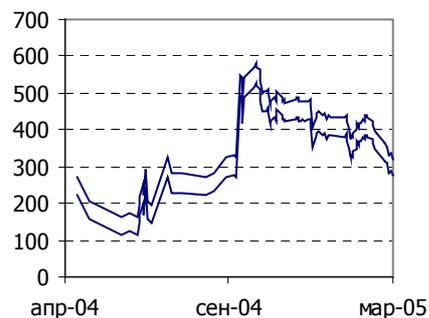
говорить об объективной оценке рынком кредитного риска эмитента вряд ли возможно. В целом мы не считаем, что инвесторы будут воспринимать эту (или какую-либо иную) оценку спрэдов как действительно информативные для предстоящего размещения, ориентируясь скорее на положение выпусков сопоставимых по кредитному качеству эмитентов и имеющих сходную дюрацию (3.3 года).

Рис. 1. Спрэд доходности облигаций Чувашии 24002 над кривой доходности Москвы (базисных пунктов)



К 34 выпуску Москвы. Источник: ММВБ, расчеты Росбанка

Рис. 2. Спрэд доходности облигаций Чувашии 24003 над кривой доходности Москвы (базисных пунктов)



Доходности по двум сценариям купонной ставки (Прил. 2), спрэд к 31 выпуску Москвы. Источник: ММВБ, расчеты Росбанка

Приложение 1. Региональные аспекты реформы электроэнергетики

ОАО «Чувашэнерго» - одна из немногих региональных энергетических компаний, на 100% принадлежащих РАО ЕЭС. В состав энергосистемы входят крупная Чебоксарская ГЭС (установленная мощность – 1370 мВт), три тепловых электростанции (две в Чебоксарах и одна в Новочебоксарске), сетевые и вспомогательные компании. Роль «Чувашэнерго» в экономике региона довольно высока - согласно оперативному отчету о работе общества в 2004 г., платежи в бюджеты всех уровней превысили 1 млрд. руб., в том числе в консолидированный республиканский бюджет – более 514 млн. руб. Реформирование «Чувашэнерго» осуществляется по базовому варианту (с созданием ОАО «Чувашская генерирующая компания», «Чувашские магистральные сети», «Чувашская энергосбытовая компания», «Чебоксарская ГЭС», «Чувашская управляющая компания»). Планируется, что генерирующие мощности компании будут включены либо в состав единой гидро-ОГК (ОГК-7) в части Чебоксарской ГЭС (на втором этапе создания гидро-ОГК), либо в состав Пятой территориальной генерирующей компании (ТГК-5), которая создается на базе генерирующих активов «Мариэнерго», «Кировэнерго», «Удмуртэнерго» и «Чувашэнерго».

Инвесторы нередко высказывают опасения относительно возможных последствий проводимой реформы для отдельных региональных бюджетов. Они связаны, в частности, с тем, что реорганизация РАО ЕЭС сопровождается изменением адресов юридической регистрации компаний. В частности, в конце декабря 2004 г. единая гидро-ОГК (в состав которой передаются все федеральные гидроэлектростанции) была зарегистрирована в Красноярске. Регион регистрации ТГК-5, насколько нам известно, окончательно еще не определен. Поскольку ОГК и ТГК будут переведены на единую акцию, отдельные генерирующие активы станут или представительствами, или филиалами, или просто обособленными подразделениями ОГК/ТГК. Ни то, ни другое, ни третье по российскому законодательству не является отдельным юридическим лицом, и поэтому определенные налоговые последствия, несомненно, проявятся. Однако мы считаем, что последствия реформы электроэнергетики для большинства региональных бюджетов не станут масштабными. Действующее законодательство требует, чтобы налоги уплачивались в бюджет того региона, в котором фактически происходит деятельность соответствующего обособленного подразделения компании или располагаются его активы. Это положение применяется ко всем основным налогам:

- По налогу на прибыль ст. 288 (2) второй части Налогового кодекса предусматривает, что «уплата авансовых платежей, а также сумм налога, подлежащих зачислению в доходную часть бюджетов субъектов РФ и бюджетов муниципальных образований, производится налогоплательщиками - российскими организациями по месту нахождения организации, а также по месту нахождения каждого из ее обособленных подразделений исходя из доли прибыли, приходящейся на эти обособленные подразделения, определяемой как средняя арифметическая величина удельного веса среднесписочной численности работников (расходов на оплату труда) и удельного веса остаточной стоимости амортизируемого имущества этого обособленного подразделения соответственно в среднесписочной численности работников (расходах на оплату труда) и остаточной стоимости амортизируемого имущества... в целом по налогоплательщику». При этом организации предоставлено право самой определять, какой из показателей – численность работников или фонд заработной платы – будет использоваться в учетной политике организации на каждый конкретный год. Кроме того, естественно, что к разделенной таким образом между регионами налоговой базе применяются ставки налога на прибыль, действующие в соответствующих регионах.
- По налогу на доходы физических лиц ст. 226 (7) НК требует разнесения между регионами пропорционально подлежащему налогообложению доходу, полученному работниками соответствующих обособленных подразделений.
- По налогу на имущество организаций (ст. 384) распределение между регионами происходит или в соответствии с тем, на балансе какого обособленного подразделения находится имущество, или в соответствии с фактическим местонахождением имущества. Мы также отмечаем, что у руководства РАО ЕЭС есть определенные стимулы провести положительную переоценку имущества, вносимого в ТГК, что само по себе приведет к позитивным последствиям для региональных бюджетов.

Таким образом, базовым принципом территориального «разнесения» налоговых платежей является привязка не к юридическому адресу компании, а к фактическому местонахождению ее налоговой базы. Поэтому эффект первого порядка вряд ли станет крупным. В то же время более мелкие различия, несомненно, проявятся. Баланс изменений налоговых поступлений для каждого региона будет определяться сложным сочетанием целого ряда факторов. Например, при прочих равных условиях конкретный региональный бюджет будет испытывать более благоприятное влияние:

- чем больше рентабельность (прибыльность) новой ОГК/ТГК будет превосходить рентабельность (прибыльность) «старой» АО-энерго;
- чем большей будет доля остаточной стоимости имущества данного подразделения в общей остаточной стоимости основных средств новой ОГК/ТГК;
- чем большей будет доля данного обособленного подразделения в общей численности сотрудников новой ОГК/ТГК или чем большим будет доля фонда заработной платы данного подразделения.

На данном этапе реформирования энергетики большое количество сохраняющихся неопределенных моментов, на наш взгляд, не позволяет говорить о бюджетных последствиях реформы более четко.

Приложение 2. Плавающие купоны в предыдущих выпусках Чувашии

Механизм привязки купонов к базовой процентной ставке, которой в обоих случаях является ставка рефинансирования Центрального банка, реализован в предыдущих выпусках по-разному, из-за чего уровень неопределенности, связанный с размерами будущих купонов, в них неодинаков.

В дебютном выпуске 24002 предусмотрено повышение купона с исходных 12% до 13% в том случае, если ставка рефинансирования перед началом соответствующего периода оказывается выше действовавшей перед размещением выпуска. Поэтому этот механизм страхует инвесторов только от негативного процентного риска, и поэтому является асимметричным. Поскольку на тот момент ставка рефинансирования по сегодняшним меркам находилась очень высоко (она составляла 16% годовых), вероятность того, что указанное условие будет выполнено до конца срока обращения выпуска 24002, крайне мала. Таким образом, для всех практических целей можно рассматривать данный выпуск как обладающий фиксированными ставками. Это замечание оставалось справедливым на протяжении всего период обращения выпуска – с 1996 г. Центральный Банк повышал ставку рефинансирования только в действительно кризисных ситуациях, ожидать возникновения которых на протяжении 2003-2004 гг. было трудно. Поэтому оценка спреда выпуска по доходности к погашению в предположении постоянного купона является оправданной.

С другой стороны, в выпуске 24003 заложена симметричная реакция купонных ставок, но со сниженной чувствительностью к официальной процентной политике ЦБ. Исходная ставка установлена на уровне 10% годовых, а все остальные устанавливаются как эти 10% плюс половина прироста ставки рефинансирования.

В торговой системе ММВББ в поле «доходность» по выпуску 24003 указывается доходность при постоянном купоне на текущем уровне. В наших ежедневных обзорах рынка мы дополнительно приводим расчетную доходность, которая ранее основывалась на базовом сценарии купонной динамики, описанном в desk-note от 31 марта 2004 г. Сейчас мы считаем необходимым пересмотреть этот сценарий. Мы предполагали (и до сих пор придерживаемся такого мнения), что пока ставка рефинансирования фактически не работает как инструмент финансовой политики, основной ориентир, который есть у ЦБ для установления ее размера, – это накопленная инфляция за некоторый промежуток времени, например за последние 12 месяцев. Поскольку за последнее время инфляция демонстрирует некоторое ускорение, заметных стимулов к быстрому снижению ставки у ЦБ, на наш взгляд, нет. Складывающаяся сейчас ситуация напоминает середину 2001 г., когда из-за скачка инфляции ставка рефинансирования оставалась на неизменном уровне более 16 месяцев (рис. 3). Тем не менее, мы считаем, что наша оценка ставки рефинансирования к апрелю 2007 г. – моменту погашения выпуска 24003 – может быть сохранена на уровне 10%. Иначе говоря, купон выпуска 24003, на наш взгляд, в конце концов опустится до 8% годовых, но это снижение будет более медленным, чем мы исходно планировали (табл. 11).

Рис. 3. Инфляция и ставка рефинансирования ЦБ РФ

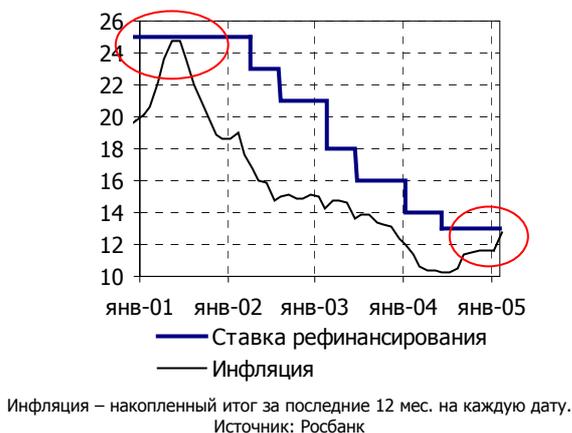


Табл. 11. Сценарий купона выпуска 24003

| Купонная дата | Исходный | | Пересмотренный | |
|---------------|----------|-------|----------------|-------|
| | ЦБ | Купон | ЦБ | Купон |
| 14-июл-04 | 14 | 10 | 14 | 10 |
| 13-окт-04 | 12 | 9 | 13 | 9.5 |
| 12-янв-05 | 12 | 9 | 13 | 9.5 |
| 13-апр-05 | 11.5 | 8.75 | 13 | 9.5 |
| 13-июл-05 | 11.5 | 8.75 | 13 | 9.5 |
| 12-окт-05 | 11 | 8.5 | 12 | 9 |
| 11-янв-06 | 11 | 8.5 | 12 | 9 |
| 12-апр-06 | 10.5 | 8.25 | 12 | 9 |
| 12-июл-06 | 10.5 | 8.25 | 11 | 8.5 |
| 11-окт-06 | 10 | 8 | 11 | 8.5 |
| 11-янв-07 | 10 | 8 | 10 | 8 |
| 13-апр-07 | 10 | 8 | 10 | 8 |

ЦБ – сценарная ставка рефинансирования перед началом соответствующего купонного периода. Источник: Росбанк

Адрес 107078, Москва, ул. Маши Порываевой, 11
Интернет <http://www.rosbank.ru>

Конъюнктурно-аналитическое управление

Телефон +7 (095) 725-5754
Факс +7 (095) 725-5754
E-mail research@mx.rosbank.ru
Макроэкономика Пантюшин Владимир
Фондовый рынок Стоянов Андрей
Долговой рынок Гришин Петр, Голубок Антон
Валютный рынок Супрунов Павел, Бобовников Андрей

Департамент инвестиционно-банковских услуг

Телефон +7 (095) 234-0947
Факс +7 (095) 721-9550
Директор Департамента Порхун Алексей +7 (095) 234-0947

Управление рынков капитала

| | | |
|---------------|-------------------|-------------------|
| Инициирование | Афонский Михаил | +7 (095) 204-9427 |
| | Королев Роман | +7 (095) 234-9082 |
| | Якимова Виктория | +7 (095) 725-5494 |
| | Борзунова Дарья | +7 (095) 232-9807 |
| | Головчанова Ирина | +7 (095) 232-9831 |

| | | |
|------------|-----------------|-------------------|
| Синдикация | Плауде Артур | +7 (095) 204-7952 |
| | Морозов Дмитрий | +7 (095) 725-5477 |

Департамент Казначейских операций

Телефон +7 (095) 232-9828
Факс +7 (095) 725-2405

Управление операций на фондовом рынке

Торговые операции Черняков Станислав
Демин Михаил
Рожков Алексей

Управление по работе с долговыми инструментами

Начальник Управления Ферафонов Александр
Внешний долг Сытников Дмитрий
Шошин Роман
Внутренний долг Королев Василий
Соловьев Александр
Зайцев Дмитрий

Клиентские операции

Телефон +7 (095) 725-5713
+7 (095) 234-0986
E-mail sales@broker.rosbank.ru
Внутренний долг/ Аграчев Филипп
Внешний Долг Енуков Дмитрий
Макова Елена

Уведомления и ограничение ответственности

Настоящий материал подготовлен Конъюнктурно-аналитическим управлением (КАУ) Росбанка. Он выражает только мнение КАУ и не должен считаться выражением официального мнения Росбанка или мнений иных структурных подразделений Росбанка. Все ссылки в тексте настоящего материала на «Росбанк» или «расчеты Росбанка» соответственно обозначают «КАУ Росбанка» и «расчеты КАУ Росбанка». При подготовке настоящего материала использовались данные многочисленных открытых источников, которые по возможности указываются в тексте. КАУ Росбанка не несет ответственности за достоверность такой информации, хотя она и была по возможности проверена. Росбанк не гарантирует полноты изложенной в настоящем материале информации. Инвесторы не должны предполагать, что настоящий материал является исчерпывающим в описании соответствующего сегмента рынка, конкретного эмитента или выпуска ценных бумаг, или что он содержит всю существенную информацию, имеющую отношение к принятию соответствующих инвестиционных решений. Настоящий материал не содержит рекомендаций по покупке, продаже или совершению иных операций с ценными бумагами, несмотря на то, что в нем сообщаются факты и высказываются оценки, которые могут иметь прямое отношение к кредитному качеству отдельных упоминающихся ценных бумаг и/или эмитентов ценных бумаг. Настоящий материал не был согласован с упоминающимися в нем эмитентами ценных бумаг и/или проверен ими на наличие фактических неточностей. Росбанк в лице Департамента инвестиционно-банковских услуг и/или Департамента Казначейских операций и/или иных структурных подразделений может иметь прямой или опосредованный интерес в котировках ценных бумаг, упоминающихся в настоящем материале. В частности, указанные или иные структурные подразделения Росбанка могли или могут принимать участие в организации, размещении, поддержании вторичного рынка и участии во вторичном рынке по выпускам таких бумаг. Тем не менее, КАУ Росбанка подтверждает, что все приведенные в настоящем материале мнения являются добросовестными мнениями КАУ Росбанка и отражают его собственный взгляд по соответствующим вопросам.