

Воронежская область: размещение второго выпуска облигаций

Регистрационный номер: RU31002VRO0
Объем выпуска: 500 млн. руб.
Начало размещения: 8 июня 2005 г.
Срок обращения: 4 года (1464 дня)
Дата погашения: 11 июня 2009 г.

Купонный период: полгода (183 дня)
Купонные ставки: устанавливаются в Решении о выпуске
Тип размещения: внебиржевое
Статус Росбанка: организатор, главный андеррайтер,
маркет-мейкер, платежный агент

Общая характеристика

Воронежская область расположена в южной части Центрального федерального округа РФ в бассейне реки Дон на границе с Украиной. Из российских регионов область граничит на юге – с Ростовской, на востоке – с Волгоградской и Саратовской, на севере – с Тамбовской и Липецкой, на западе – с Курской и Белгородской областями. Через территорию региона проходят транспортные коммуникации, связывающие центр России с южной частью страны.

Территория области – 52.4 тыс. кв. км. Население области составляет 2.35 млн. чел., что для регионов Центрального федерального округа является высоким показателем. Тем не менее, плотность населения в регионе несколько ниже, чем по ЦФО в среднем. Крупнейшие города области – Воронеж (850 тыс. чел.), Борисоглебск (70 тыс. чел.), Россошь (63 тыс. чел.), Лиски (56 тыс. чел.). Доля

сельского населения в Воронежской области – 38% при среднем показателе по России 27%, что связано с высоким уровнем развития сельского хозяйства.

Главой администрации области является В. Г. Кулаков. Он был избран на этот пост в декабре 2000 г., а 14 марта 2004 г. действующий губернатор при поддержке партии «Единая Россия» был переизбран на второй срок длительностью 5 лет (поправки о продлении срока были внесены в устав области в 2003 г.). Полномочия губернатора истекают 30 марта 2009 г.

Очередные выборы депутатов Воронежской областной Думы состоялись 20 марта 2005 г., на них первое место заняла «Единая Россия», получив 29.1% голосов избирателей и одержав победу в 22 из 24 одномандатных округах. Список «Единой России» возглавлял губернатор области.

Экономика региона

По итогам 2004 г. всеми промышленными предприятиями области произведено продукции в действующих ценах на сумму 78.7 млрд. руб., что соответствует реальному росту промышленности к предыдущему году на уровне 2.7%. Доля области в совокупном промышленном производстве Центрального федерального округа – порядка 4% (табл. 1). Из других макроэкономических показателей региона выделяется крупный объем капитальных вложений за прошлый год – 22.5 млрд. руб., что превышает аналогичные показатели по большинству сопоставимых регионов. Учетная безработица в области находится на низком уровне – 2.2% (по данным за I квартал 2005 г.).

Ведущую роль в экономике области (табл. 2) играет пищевая промышленность (доля – почти 27%), что обусловлено высоким уровнем развития сельского хозяйства (область расположена в черноземной зоне с относительно благоприятными климатическими условиями). Непосредственно сельское хозяйство в 2004 г. обеспечивало порядка 14% валового

регионального продукта, или 33.7 млрд. руб. по объему производства продукции сельского хозяйства по хозяйствам всех категорий. На долю области приходится 18% валового сбора зерна по Центральному федеральному округу, 28% сахарной свеклы, 55% подсолнечника, 10% молока, 12% мяса.

При этом мы подчеркиваем сравнительно низкую степень концентрации производства в пищевой промышленности области, что является положительным фактором для области с точки зрения диверсификации налоговой базы. Самые крупные предприятия, существенно выделяющиеся по объемам производства, – это «Аннинское молоко» (подразделение холдинга «Вимм-Билль-Данн»), а также независимый Евдаковский масложировой комбинат (с выручкой за 2004 г. более 1 млрд. руб.). Остальной объем продукции более или менее равномерно распределен по довольно большому количеству средних компаний (в регионе около 20 предприятий пищевой промышленности с объемом выручки более 100 млн. руб.). Мы особенно выделяем

Табл. 1. Некоторые макроэкономические показатели эмитентов ЦФО за 2004 г.

Показатели	Белгородская	Воронежская	Калужская	Костромская	Тверская	Ярославская
Население, млн. чел.	1.51	2.38	1.04	0.74	1.47	1.37
Доля в пром. пр-ве РФ, %	1.07	0.70	0.49	0.26	0.58	0.84
Доля в пром. пр-ве ЦФО, %	6.06	3.98	2.77	1.45	3.31	4.74
Реальн. рост пром. пр-ва, %	6.2	2.7	3.7	4.6	10.3	4.7
Инвест. в осн. кап., млрд. руб.	18.8	22.5	11.3	10.4	27.8	16.6
Реальн. рост обор. розн. торг., %	15.5	6.5	21.5	15.4	32.1	10.2
Инфляция по ИПЦ, %	11.7	13.7	14	12.9	11.8	11.7
Средняя заработная плата, руб.	5 596	4 841	5 894	4 880	5 559	6 317
Ввод жилья на душу насел., кв. м	0.53	0.29	0.18	0.11	0.20	0.16

Все регионы-эмитенты Центрального федерального округа (ЦФО) кроме Москвы и Московской области. Заработная плата – данные за ноябрь. Источник: ФСТС, расчеты Росбанка

ОАО «Воронежский молочный комбинат», работающий под торговой маркой «Вкуснотеево» - его продукция очень популярна в центрально-черноземных областях страны.

Второй важнейший комплекс в промышленности региона – машиностроительный, и здесь необходимо отметить широкий спектр продукции, выпускаемой предприятиями области – от горно-рудного (ОАО «Рудгормаш») и нефтегазового оборудования (Воронежский механический завод, ВМЗ) до самолетов.

Крупнейшим работодателем в области является ОАО «ВАСО» (Воронежское акционерное самолетостроительное общество). Этот авиационный завод, который ранее выпускал самолеты Ил-2, Ту-144, Ил-86, в последние годы специализируется на сборке самолетов Ил-96-300. Хотя реформы последних 10-15 лет привели к резкому спаду в авиационной промышленности, в последнее время ситуация на ВАСО стабилизируется. Сейчас в стадии окончательной сборки находятся 4 пассажирских самолета Ил-96-300, а также 2 грузовых Ил-96-400Т. Для финансирования поставок ВАСО активно сотрудничает с лизинговой компанией «Ильюшин Финанс Ко», которая пользуется определенной финансовой поддержкой федерального бюджета и налоговыми льготами Воронежской области. В перспективе должна быть осуществлена поставка 6 самолетов Ил-96 для «Аэрофлота». ВАСО в кооперации с Киевским («Авиант») и Харьковским авиазаводами готовится к выпуску перспективного регионального лайнера Ан-148. Подписан твердый контракт о поставке в течение 2006-2007 гг. 10 самолетов Ан-148 для компании «КрасЭйр», договор также предусматривает опцион на поставку компании в 2008 г. еще 5 самолетов. Также большой интерес к новому самолету проявляет компания «Пулково». По заказу Минобороны ВАСО осуществляет ремоторизацию военно-транспортных самолетов Ил-76 - до конца 2006 г. будут обновлены 14 машин (всего эксплуатируется более 100 машин такого класса, нуждающихся в обновлении).

Значительных показателей по объему (почти 22% промышленного производства области) отрасли машиностроения удастся достичь, в том числе, благодаря двум филиалам ОАО «Российские железные дороги». Вагоноремонтный завод им. Тельмана (осуществляет ремонт пассажирских вагонов) и завод по ремонту тепловозов им.

Держинского характеризуются объемами выпуска более 1.2 и 1.3 млрд. руб. в год соответственно.

В химической промышленности (около 16% общего промышленного производства) мы особенно хотели бы отметить следующие предприятия:

- ОАО «Минудобрения» (г. Россошь) – крупная независимая компания, производящая аммиак, аммиачную селитру, нитроаммофоску и азотную кислоту. Азотные удобрения компании поставляются во все регионы России и экспортируются (экспорт – более 2/3 всех поставок). Капитальные вложения предприятия за прошлый год достигли 900 млн. руб.;
- ОАО «Амтел-Черноземье» (Воронежский шинный завод). Предприятие работает с 1950 г., однако в последнее время холдинг «Амтел» проводит реконструкцию производственных мощностей (2 этап реконструкции завершен в октябре 2004 г., инвестиции холдинга в завод превысили €35 млн.). В прошлом году также начато строительство нового производства по выпуску современных шин радиальной конструкции для легковых автомобилей мощностью до 3 млн. шин в год («Амтел-Черноземье-II-Гринфилд»). Общая стоимость проекта - €70 млн.;
- ОАО «Воронежсинтезкаучук» (завод им. Кирова) – одно из крупнейших в России производств синтетического каучука (доля продукции компании на внутреннем рынке –

Табл. 2. Структура промышленного производства Воронежской области в 2004 г.

Отрасли (по убыванию доли)	Доля 2004 г., %	Реальный рост к 2003 г., %
Всего пром. пр-во	100	2.7
пищевая пром.	26.8	7.0
машиностроение	21.9	4.3
электроэнергетика	17.9	-12.9
хим. и нефтехим.	15.7	5.1
строител. матер.	5.8	7.9
мукомольно-круп.	3.4	7.2
прочие	3	-
лесная и деревообр.	2.4	6.8
черная металлургия	2.3	-17.3
легкая	0.8	-5.5

Источник: АВО, расчеты Росбанка

Табл. 3. Основные показатели некоторых крупнейших предприятий Воронежской области за 2004 г.

Предприятие	Объем пр-ва, млн. руб.	Реальный рост к 2003 г., %	Среднемес. з/п, руб.	Загрузка мощн., %	Числ. перс., чел.
Минудобрения	6 486	30.9	7 541	96	4 389
Амтел-Черноземье	2 646	6.5	7 040	92	5 058
Воронеж-синтезкаучук	2 417	9.3	8 573	73	5 093
ВАСО	1 505	37	5 473	54	10 699
ВМЗ	1 000	12	6 208	54	6 989
ВНИИС	900	н/д	6 000	н/д	5 500
Рудгормаш	770	10.2	6 638	71	2 692
Электросигнал	645	31	4 587	100	2 980
Тяжмехпресс	602	102.3	7 425	н/д	2 212
КБХА	561	-5	6 210	50	3 453

Сокращения: ВАСО – Воронежское акционерное самолетостроительное общество; ВМЗ – Воронежский механический завод; ВНИИС – Воронежский научно-исследовательский институт связи; КБХА – Конструкторское бюро химатоматики. Источник: АВО

19.5%). Компания входит в состав холдинга «Сибур». В числе потребителей – ведущие химические корпорации Michelin, Goodyear, Matador.

Перечисленные отрасли по итогам прошлого года продемонстрировали рост реальных объемов производства (табл. 2). Негативную динамику показали электроэнергетика (снижение на 12.9%) и черная металлургия (на 17.3%). Это связано с проведением планово-предупредительных ремонтных работ на Нововоронежской АЭС и приостановкой

производственной деятельности ОАО «Латненский огнеупорный завод» соответственно. Снижение выработки на АЭС является временным, а черная металлургия не играет в экономике области серьезной роли. Поэтому в целом экономический климат в регионе мы оцениваем как улучшающийся. Прошлый год завершился ростом производства практически по всем крупнейшим предприятиям области, и в этой связи мы особенно подчеркиваем рост реального объема производства на предприятиях машиностроения (табл. 3).

Положение областного бюджета

По объемам получаемых доходов Воронежская область – регион среднего размера. Совокупные доходы неконсолидированного областного бюджета в 2004 г. составили по декабрьскому месячному отчету 13.25 млрд. руб. По этому показателю регион «опережает» Волгоградскую и Томскую области и «проигрывает» Ленинградской области. С начала этого года ситуация не изменилась – наиболее близкими ориентирами по общему размеру доходной части бюджета для региона остаются Ленинградская и Волгоградская области (табл. 4).

Согласно закону о бюджете на 2005 г. общий объем доходов бюджета Воронежской области ожидается в сумме 14.23 млрд. руб. (на 1 млрд. руб. больше факта прошлого года, или + 7.5%). Мы считаем этот уровень довольно консервативной оценкой и ожидаем, что реальные доходы бюджета превзойдут этот показатель.

В структуре доходной части регионального бюджета за прошлый год налоговые доходы составили 59%. По этому показателю Воронежская область относится к группе эмитентов со

Табл. 4. Доходная часть сопоставимых региональных бюджетов в I квартале 2005 г. (млрд. руб. и %)

Регионы (по убыванию доходов)	Налог на прибыль			НДФЛ			Финанс. помощь (ф/п)	Всего доходов		Доля дох. без учета ф/п
	Сборы	Рост	Доля	Сборы	Рост	Доля		2005	Рост	
Коми	1.69	58%	43%	1.16	-16%	30%	0.05	3.91	16%	99%
Белгородская	1.74	585%	45%	0.62	24%	16%	0.51	3.84	139%	87%
Ленинградская	1.46	271%	38%	1.10	18%	29%	0.12	3.81	50%	97%
Воронежская	0.58	133%	16%	0.73	38%	20%	1.31	3.66	42%	64%
Волгоградская	0.36	45%	10%	0.91	85%	25%	1.01	3.59	60%	72%
Томская	1.42	295%	44%	0.53	31%	16%	0.38	3.22	54%	88%
Ярославская	1.35	531%	44%	0.55	79%	18%	0.14	3.06	126%	96%
Тверская	0.54	64%	19%	0.55	34%	20%	0.82	2.80	42%	71%
Калужская	0.36	120%	16%	0.51	29%	23%	0.72	2.26	29%	68%
Костромская	0.21	90%	15%	0.20	138%	14%	0.58	1.41	40%	59%

Все регионы-эмитенты из ЦФО (без Москвы и Московской области), а также регионы с наиболее близким показателем общих доходов за I квартал 2005 г. Сборы – млрд. руб., рост – прирост к I кварталу 2004 г. в %, доля – доля данного источника доходов в общей сумме доходов в I квартале 2005 г. Финансовая помощь – дотации и субсидии. Источник: Федеральное казначейство, расчеты Росбанка

сравнительно невысоким уровнем развития налоговой базы. В частности, у Ленинградской области доля налоговых доходов составляет 82%, и гораздо более близкий ориентир в данном случае – Волгоградская область (65%), а также Хабаровский край (63%). Мы подчеркиваем, однако, что для регионов со сравнительно большим населением показатель обеспеченности налоговыми доходами имеет тенденцию к занижению из-за того, что финансовая помощь из федерального бюджета по ряду расходов социального характера напрямую связана с количеством населения (что соответственно приводит к ее относительному завышению). Мы также напоминаем инвесторам, что с этого года при расчете показателей обеспеченности субъектов РФ из всех безвозмездных перечислений необходимо выделять субвенции, которые не входят в состав финансовой помощи (которая, в свою очередь, теперь отнесена к собственным доходам).

По отдельным налогам ситуация выглядит следующим образом. В части налога на прибыль в 2004 г. доходы составили 1.2 млрд. руб., зафиксирован рост на уровне 134% к показателю 2003 г. Отчасти это связано с расширением налоговой базы из-за продолжающегося экономического роста, отчасти – с централизацией поступлений от налога на прибыль на областном уровне. Так, если в 2003 г. по многим районам весь налог на прибыль оставался на местном уровне, то в 2004 г. норматив участия большинства местных бюджетов в региональной доле налога был снижен до 29.4%, а с текущего года весь налог на прибыль поступает исключительно в областной бюджет.

По налогу на доходы физических лиц (НДФЛ) в 2004 г. поступления в областной бюджет удвоились – до 3.5 млрд. руб. При этом действовавшие в 2003 г. различные нормативы отчислений в местные бюджеты были унифицированы с 2004 г. (по формуле «50х50»). С текущего года в соответствии с требованиями новой редакции Бюджетного кодекса доля местных бюджетов сокращена до 40% (60% поступлений от НДФЛ направляется в областной бюджет). Таким образом, по двум основным налогам

– налогу на прибыль и НДФЛ – в текущем году нормативы распределения для областного бюджета являются более благоприятными, чем раньше, что должно привести к увеличению доходов даже без расширения налоговой базы.

Крупнейшими налогоплательщиками на территории области являются следующие компании:

- Воронежское отделение Юго-Восточной железной дороги (ЮВЖД) – филиала ОАО «Российские Железные Дороги»
- ОАО «Воронежсинтезкаучук»
- ОАО «Воронежэнерго»
- Концерн «Росэнергоатом»
- ОАО «Минудобрения»
- ОАО «ВАСО»
- ЗАО «Воронеж-терминал»
- ОАО «Рудгормаш»
- ФГУП «ВНИИС»
- ООО «Амтел-Черноземье»

Совокупная доля поступлений от указанных плательщиков составляет 22% налоговых доходов областного бюджета. Мы считаем, что такой показатель отражает достаточно хорошую степень диверсификации налоговой базы.

По акцизным платежам доходы за 2004 г. превысили 1.5 млрд. руб., причем наиболее крупные доходные статьи в этой группе – акцизы на алкоголь и на бензин. Мы подчеркиваем, что область выиграла от нового порядка взимания и распределения акцизов на бензин (на ее территории нет НПЗ, однако протяженность автомобильных дорог довольно высока). По получению централизованно-распределяемой части акцизов на бензин область занимает лидирующие позиции в ЦФО без учета Москвы и Московской области как по прошлому году, так и по I кварталу этого года.

Как и большинство регионов центральной части России, Воронежская область остается дотационным субъектом. На 2005 г. для нее утвержден объем дотаций из Федерального фонда финансовой поддержки регионов на уровне 3.1 млрд. руб., что на 240 млн. руб. превышает показатель прошлого года.

Поддержка экономического роста и капитальные расходы

Отличительная черта Воронежской области – значительная по меркам Центрального округа доля капитальных расходов. В целом по плану на 2005 г. капитальные расходы областного бюджета должны составить порядка 9.8% всех расходов (1.44 млрд. руб.). За прошлый год Воронежскую область также отличал хороший контроль за текущими расходами, позволяющий финансировать капитальные вложения на высоком уровне (табл. 5).

В области реализуются 38 областных целевых программ и Программа экономического и социального развития Воронежской области на 2002-2006 гг. По коммерческой части этой Программы в 2004 г. реализовывалось 117 инвестиционных проектов с предусмотренным общим объемом финансирования (на весь период реализации) 23.0 млрд. руб., из них 28% – собственные средства организаций, 72% – заемные средства. В частности, в рамках этой

программы на 2005 г. предусмотрены средства на субсидирование части процентной ставки по банковским кредитам в сумме 150.0 млн. руб. для

Табл. 5. Потенциал бездефицитного финансирования капитальных расходов (как доля доходов за 2004 г.)

Регионы	Доля
Москва	32%
Белгородская	20%
Воронежская	12%
Московская	5%
Тверская	5%
Калужская	4%
Костромская	-
Ярославская	-

Оценка как 1-(текущие расходы/доходы).
Прочерк – отрицательное значение. Источник:
МФ РФ, оценка Росбанка

предприятий агропромышленного комплекса и 17,8 млн. руб. – для промышленных предприятий.

В области также ежегодно утверждается и реализуется областная адресная инвестиционная программа, предусматривающая финансирование мероприятий и объектов для областных нужд. Законом «Об областном бюджете на 2005 г.» на финансирование областной адресной инвестиционной программы предусмотрено 720,6 млн. руб., из них 411,7 млн. руб. – на финансирование программы газификации, 308,9 млн. руб. – объектов жилищно-коммунального хозяйства и социальной сферы. За I квартал 2005 г. фактически профинансировано 35,4 млн. руб., выполнено работ на сумму 45,3 млн. руб. В текущем году на финансирование федеральной

адресной и федеральных целевых программ, реализуемых на территории области, предусмотрено выделить из федерального бюджета 760 млн. руб. государственных инвестиций.

Всего за последние три года (2002-2004 гг.) сумма преференций, предоставленных предприятиям области региональным бюджетом, составила 28,5 млн. руб. Мы подчеркиваем, что в отличие от некоторых других эмитентов Воронежская область в основном осуществляет поддержку экономического роста через субсидирование процентных ставок и предоставление предприятиям налогового кредита, а не через прямые налоговые льготы (по ним объем помощи за три года составил всего 9,0 млн. руб.).

Монетизация льгот

В связи с передачей на региональный уровень ответственности по социальной поддержке отдельных категорий населения в Воронежской области приняты законы «О социальной поддержке ветеранов», «О социальной поддержке реабилитированных лиц и лиц, признанных пострадавшими от политических репрессий», а также «О ежемесячном пособии на ребенка». Перечисленные законодательные акты обеспечивают монетизацию льгот соответствующим категориям граждан.

Баланс исполнения бюджета и долговая нагрузка

На протяжении последних лет финансовое положение Воронежской области постепенно улучшалось (табл. 6). Так, если в 2002 г. дефицит бюджета достигал 11% совокупных доходов, то в следующем году он был снижен до 6%, а по итогам 2004 г. областной бюджет стал не только бездефицитным, но даже вышел на незначительный профицит (55 млн. руб.). Соответственно и активность долгового финансирования дефицита снижалась: в 2002 г. был достигнут пик чистого привлечения долга в размере более 930 млн. руб., в 2003 г. привлечение по всем долговым источникам снизилось до 620 млн. руб., по итогам прошлого года этот показатель сократился еще больше – до менее чем 120 млн. руб. Опережающий рост доходов привел к тому, что по итогам прошлого года совокупный долг области по кассовым операциям (не включая гарантии) вырос всего на 0,9% годовых доходов. Такая динамика долговой нагрузки, сокращающая отношение долга к доходам, способствует снижению кредитных рисков эмитента.

На текущий год областной бюджет планируется дефицитным с превышением расходов над доходами в сумме 500 млн. руб. Профинансировать этот дефицит предполагается в первую очередь за счет размещаемого займа (объем займа в точности равен ожидаемому дефициту).

Из-за бездефицитного исполнения бюджета прошлого года выручка от размещения дебютного облигационного займа была использована, в том числе, для замещения банковских кредитов и бюджетных ссуд, по которым задолженность сократилась на 320 и 160 млн. руб. соответственно. Кроме того, в прошлом году областное правительство

Областным бюджетом на 2005 г. предусмотрены ассигнования на реализацию этих законов по ветеранам – в сумме 839 млн. руб. (фактическое финансирование на 19 мая – 281,1 млн. руб.), по репрессированным лицам – 25 млн. руб. (факт – 9,6 млн. руб.), по детским пособиям – 316,6 млн. руб. (98,1 млн. руб.). Финансирование осуществляется в текущем режиме, кредиторской задолженности по монетизированным льготам нет.

Табл. 6. Движение средств областного бюджета в 2001-2004 гг. (фактическое исполнение)

	2001	2002	2003	2004
Первичный бюджет (млрд. руб.)				
Доходы	4.717	8.778	10.567	13.253
Расходы	4.796	9.713	11.186	13.198
... на обслуж. долга	0.031	0.078	0.155	0.224
... как % расходов	0.7%	0.8%	1.4%	1.7%
Профицит	-0.079	-0.935	-0.619	0.055
... как % доходов	-2%	-11%	-6%	0.4%
Долговое финансирование (млн. руб.)				
Бюджетные ссуды	101.2	394.7	35.3	-160.9
... привлечение	290.0	560.0	430.0	65.0
... погашение	188.8	165.3	394.7	225.9
Банковские кредиты	102.5	538.3	585.0	-321.1
... привлечение	404.5	1 140.0	2 060.0	1 575.0
... погашение	302.0	601.7	1 475.0	1 896.1
Ценные бумаги	-	-	-	600.1
... привлечение	-	-	-	600.1
... погашение	-	-	-	-
Рост долга	203.7	933.0	620.3	118.1
... как % доходов	4.3%	10.6%	5.9%	0.9%
Потоки по гарантийным операциям (млн. руб.)				
Исполн. гарантий			0.0	-134.8
Не-долговое финансирование (млн. руб.)				
Остатки и разницы	-126.1	1.4	-32.7	-72.9
Приватизация	1.3	0.3	31.2	34.6
Прочие источники	0.0	0.0	0.0	0.0

Рост долга – без учета гарантийных операций. Бюджетные ссуды – все формы межбюджетной задолженности. Источник: ГФУ АВО, расчеты Росбанка

исполнило гарантии на сумму более 130 млн. руб., что также сняло определенную часть нагрузки с региональной долговой книги.

В результате по состоянию на 27 мая 2005 г. совокупный государственный долг Воронежской области составляет 2 308 млн. руб., что на 4.9% ниже его значения перед размещением дебютного облигационного займа в ноябре 2004 г. Структура долга приведена в табл. 7.

Табл. 7. Объем и структура государственного долга Воронежской области на 27 мая 2005 г.

	Сумма	Доля	Рост
Кредиты банков	973.9	42.2%	-32.4%
Бюджетные ссуды	573.6	24.9%	-18.0%
Гарантии	160.5	7.0%	-44.0%
Ценные бумаги	600.0	26.0%	n/a
Итого	2 308.0	100.0%	-4.9%

Рост – к аналогичным показателям перед размещением предыдущего облигационного займа (на 4 ноября 2004 г.).

Источник: ГФУ АВО, расчеты Росбанка

Платежный график по областному долгу предусматривает, что в текущем году совокупный возврат кредитов и ссуд и полное исполнение всех гарантий не превысят 1.05 млрд. руб. Соответственно на платежи после 2005 г. приходится 1.26 млрд. руб. В этом графике учтена реструктуризация ряда ссуд федерального бюджета и гарантий, выданных ему за сельскохозяйственных производителей, которая ожидается в ближайшее время.

В настоящее время продолжают действовать кредитные договоры области с 4 банками, до конца года должно быть погашено 820 млн. руб. кредитов. Мы подчеркиваем, что в числе этих кредиторов – лишь один банк из крупнейших государственных финансовых институтов (с относительно небольшим остатком задолженности). Таким образом, потенциальная поддержка со стороны этой группы кредиторов остается у области в резерве, и, кроме того, (потенциальные) лимиты на область как заемщика у большинства банков еще остаются свободными.

По сравнению с другими регионами – эмитентами облигаций (табл. 8) совокупный размер долга и расходы на его обслуживание у Воронежской области являются умеренными. По состоянию на начало текущего года эти цифры составляли 26% и 1.7% соответственно.

Ориентиры доходности при размещении

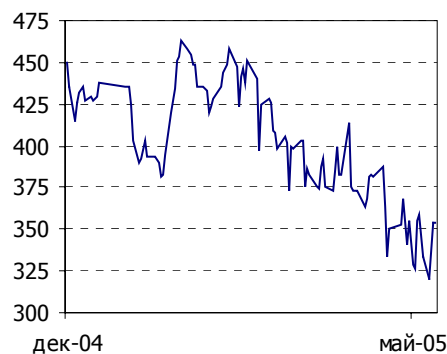
Доходность первого выпуска облигаций Воронежской области с момента начала вторичной торговли снизилась с 12.3% до 10.7%, что соответствовало сужению спреда над кривой доходности Москвы с 425-450 б.п. до 325-350 б.п. Несмотря на то, что размещаемый выпуск RU31002VRO0 будет по дюрации превосходить первый выпуск более чем на год (3.4 года против 2.1 года), мы полагаем, что при размещении инвесторам не стоит рассчитывать на более крупную премию к московской кривой.

Табл. 8. Долговая нагрузка по итогам 2004 г.

Регионы (упорядочены по долгу)	Долг	Долговые расходы
Новосибирская	95.3%	6.1%
Костромская	67.7%	1.7%
Ярославская	64.6%	3.6%
Саха (Якутия)	53.8%	1.5%
Хабаровский	50.4%	2.0%
Нижегородская	40.5%	2.9%
Волгоградская	39.9%	1.4%
Московская	39.8%	4.3%
Чувашия	37.1%	1.0%
Томская	34.0%	2.0%
Тверская	33.1%	2.2%
Красноярский	29.2%	2.1%
Белгородская	28.4%	1.3%
Ленинградская	26.1%	1.4%
Воронежская	25.6%	1.7%
Иркутская	22.2%	0.9%
Самарская	20.0%	0.8%
Коми	19.8%	1.8%
Башкортостан	10.6%	0.3%
Краснодарский	9.7%	0.3%

Долг – весь государственный долг как доля доходов без учета финансовой помощи из федерального бюджета. Долговые расходы – доля расходов на обслуживание долга во всех расходах бюджета. Все показатели, включая накопленный долг – по фактическому состоянию (исполнению) на 1 января 2005 г. Источник: Минфин РФ, расчеты Росбанка

Рис. 1. Спрэды между доходностями облигаций Воронежской области и Москвы (базисных пунктов)



Источник: ММВБ, расчеты Росбанка



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

Акции Стоянов Андрей, Бобовников Андрей
Облигации Гришин Петр, Голубок Антон
Валюта и драгоценные металлы Супрунов Павел

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
Синдикация	Плауде Артур	+7 (095) 204-7952
	Морозов Дмитрий	+7 (095) 725-5477
	Тарченкова Ирина	+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. Материалы, в которых указание даты публикации сопровождается специальным знаком (*), предназначены для распространения по рынку в целом. Росбанк сохраняет за собой право сокращать объем и содержание таких материалов по сравнению с публикациями, предназначенными только для клиентов Росбанка.