

Долговой рынок: первичные размещения

ОАО «Московское областное ипотечное агентство» Второй облигационный заем



ГАЗПРОМБАНК

Гарантийное обслуживание от Московской области!

Облигации МОИА - оферта Московской области

- ▶ Московское областное ипотечное агентство (МОИА) – компания, учрежденная Правительством Московской области для привлечения средств инвесторов в систему ипотечного жилищного кредитования (ИЖК) региона.
- ▶ МОИА выпускает второй облигационный заем, объемом RUB 3 млрд., с офертой в декабре 2007 года - в рамках реализации Московской областной ипотечной программы.
- ▶ **Оферентом** по займу выступает Московская область – один из наиболее экономически успешных регионов РФ. На протяжении нескольких лет Московская область показывает высокие темпы роста экономики – 12% в год. Промышленный рост в 2005 году составил около 30%. По итогам прошедшего года регион вышел на 4-е место в РФ по объему бюджетных доходов. Московская область – инвестиционно привлекательный регион и имеет высокие кредитные рейтинги - «BB» от S&P, «Ba3» от Moody's. Московская область предоставляет оферту по выпуску МОИА-2 19 декабря 2007 года.
- ▶ Поручителями по займу выступают компании, учрежденные Правительством Московской области – ОАО «Ипотечная корпорация Московской области» и ОАО «Московская областная инвестиционная трастовая компания».
- ▶ Облигации МОИА являются **квазисубфедеральным займом** Московской области и позволяют инвесторам приобрести обязательства региона, обладающего высоким кредитным качеством, со значительной премией – около 200 б.п., при том же уровне риска, что обуславливает инвестиционную и спекулятивную привлекательность выпуска.
- ▶ Справедливую доходность выпуска к оферте мы оцениваем **8.8-9%**, что соответствует ставке первого купона 8.6%-8.8%.

Параметры облигационного займа

Объем займа	Срок обращения	Оферта
RUB 3000 млн.	5 лет	19 декабря 2007
Справедливая ставка купона		8.6-8.8%

Московская область

Основные экономические и бюджетные показатели, RUB млрд.	2005
ВРП, RUB млрд.	727
Прирост к 2004 году, %	12%
Промышленное производство, RUB млрд.	500
Прирост к 2004 году, %	29.1%
Объем иностранных инвестиций, \$ млрд.	2700
Доходы бюджета, RUB млрд.	104.2
Налоговые доходы, RUB млрд.	83.6
Кредитный рейтинг от S&P	BB
Кредитный рейтинг от Moody's	Ba3

Источник: ФСТС, Минфин РФ, S&P, Moody's

Программа ИЖК Московской области

Основные плановые показатели	2005-2010
Количество заемщиков (семей)	29 000
Объем выданных и рефинансированных кредитов, RUB млрд.	23
Объем привлеченных инвестиций, RUB млрд.	33
Объем жилищного строительства, тыс. м ²	564

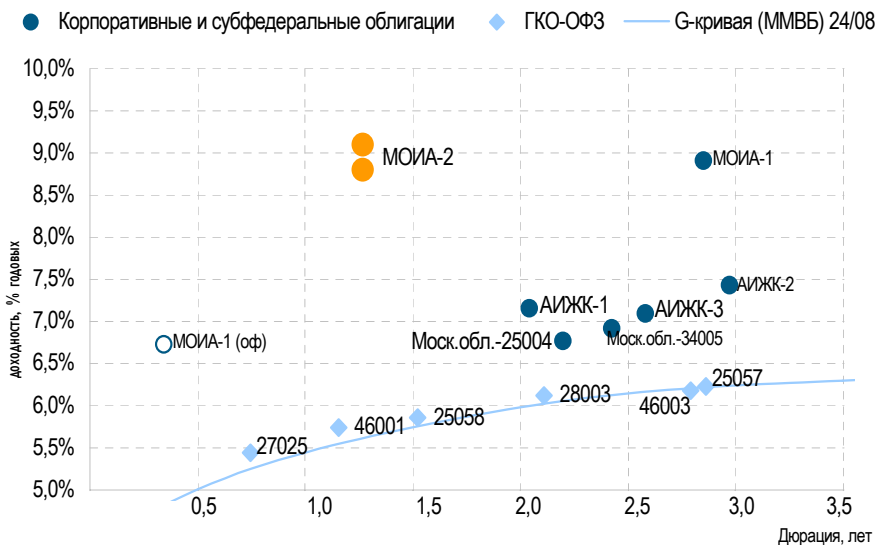
Источник: администрация Московской области

Параметры рассматриваемых займов

Инструмент	Дюрация, Лет	Доходность, %	Спрэд к G-кривой
АИЖК-1	2.04	7.16%	113
АИЖК-2	2.98	7.43%	121
АИЖК-3	2.58	7.10%	93
Моск.обл.-25004	2.20	6.77%	71
Моск.обл.-34005	2.43	6.92%	79
Мособлгаз Ф-1	1.21	9.31%	373
МОИА-1	2.84	8.91%	397
МОИА-1 (оф.)*	0.34	6.73%	179

* доходность и дюрация к оферте 25.12.2006
Источник: Reuters, ММВБ, расчеты Газпромбанка

Карта рынка



Источник: Reuters, ММВБ, расчеты Газпромбанка



Рыночное позиционирование выпуска, торговые идеи

В настоящий момент МОИА имеет один обращающийся на рынке облигационный выпуск объемом в RUB 1.5 млрд. с офертой Московской области в декабре 2006 года.

Для оценки справедливой доходности облигационного выпуска МОИА-2 (объемом в RUB 3 млрд. с офертой в декабре 2007 года) мы сравниваем его с выпуском МОИА-1, спрэд которому к ближайшему выпуску Моск.обл.-34005 составляет 199 б.п. С учетом этого фактора можно прогнозировать диапазон спреда МОИА-2 к Моск.обл.- 25004 в пределах 200-230 б.п., что соответствует доходности к оферте – 8.8-9.1% (ставка купона 8.6%-8.9%).

Покупка облигаций МОИА-2 при таком уровне доходности, по нашему мнению, является эффективной торговой идеей. Мы считаем, что инвесторы смогут рассчитывать на спекулятивный доход ввиду неэффективного ценообразования по займам, оферентом или гарантом которых выступают субъекты РФ. Мы полагаем что доходность таких выпусков в перспективе должна снижаться. Вывод основан на сопоставлении спрэдов МОИА к облигациям Московской области (МО) и спрэдов облигаций АИЖК к кривой бескупонной доходности ММВБ (G-кривой), а также на динамике доходности выпуска МОИА-1.

Очевидно, что спрэды АИЖК - G-кривая в среднем составляют около 110 б.п., тогда как спрэд МОИА-1 к Моск.обл.-34004 – около 200 б.п. Облигационные выпуски МОИА и АИЖК сходны по своей структуре, своевременное погашение МОИА обеспечено офертой субъекта РФ (МО), а АИЖК – гарантией федерального правительства.

При этом, оферта для держателей облигаций представляется предпочтительней чем гарантия, т.к. связана с большей оперативностью выплат по обязательствам при возникновении форс-мажора.

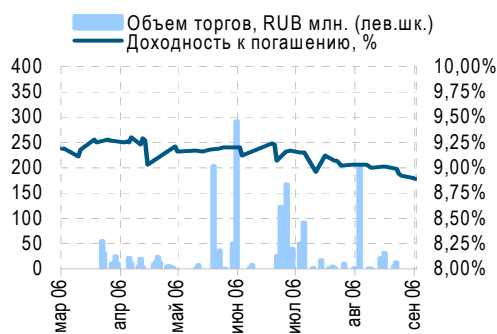
Исходя из этого, мы считаем, что разница в спредах более чем в два раза необоснованна. С нашей точки зрения, рынок должен переоценить доходность выпусков МОИА, что приведет к ее снижению и сужению спрэдов к облигациям Московской области, по крайней мере - до 120-140 б.п. Тенденция к сужению спрэдов за счет снижения доходности МОИА-1 подтверждается и при рассмотрении истории торгов по этой бумаге и истории спреда выпуска к облигациям Моск.обл.- 34005.

Сравнение спрэдов на 24.08.06

Сравниваемые инструменты	Разница в доходностях, б.п.
АИЖК-1 к G-кривой	113
АИЖК-2 к G-кривой	121
АИЖК-3 к G-кривой	93
МОИА-1 к Моск.обл.- 34005	199

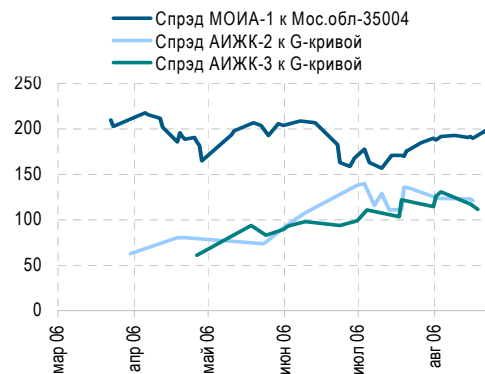
Источник : Cbonds, Reuters, расчеты Газпромбанка

МОИА-1 - история торгов



Источник : Cbonds, Reuters, ММВБ

Мособлгз-1 - история торгов



Источник : Cbonds, Reuters, ММВБ, расчеты Газпромбанка

Московское областное ипотечное агентство

Основные сведения

Компания ОАО «Московское областное ипотечное агентство» (МОИА) была учреждена в 2003 году Правительством Московской области. Министерство имущественных отношений области – единственный акционер МОИА, владеющий 100% в уставном капитале компании. Создание МОИА произошло в рамках реализации Московской областной ипотечной программы.

Основная задача МОИА – привлечение средств инвесторов, через выпуск облигационных займов, для финансирования программы ипотечного жилищного кредитования (ИЖК) - МОИА рефинансирует Ипотечную корпорацию Московской области (ИКМО), которая выступает в качестве управляющей компании в областной системе АИЖК, регионального оператора ОАО «АИЖК» по Московской области и инвестора застройщика ипотечных жилых домов.

Помимо этого, МОИА может направлять средства на предоставление займов банковским и небанковским организациям для выдачи ипотечных кредитов и займов населению Московской области, на строительство жилых домов в рамках ипотеки, размещать средства в финансовые инструменты, однако финансирование ИКМО – главное направление деятельности компании. Таким образом, МОИА является классическим приме-

ром SPV – компании, созданной для привлечения финансирования.

Подробный анализ финансовых показателей компании в настоящий момент малоцелесообразен. До декабря 2005 года МОИА фактически не вело деятельности в связи с недостаточностью оборотных средств. После размещения первого облигационного займа и погашения соответствующих расходов, полученные средства (RUB 1.44 млрд.) были направлены в ИКМО под 10.7% годовых до 21.12.2010. Процентные доходы – основной источник доходов МОИА, их доля в 2004-2006 годах – 100%.

До размещения первого облигационного займа сумма основных обязательств компании не превышала 5% балансовой стоимости активов. После размещения она составила 98.8%. Данные финансовой отчетности МОИА приведены в Приложении 1.

Система ИЖК Московской области

Рынок доступного жилья в Подмосковье недостаточно развит на настоящий момент. Основной сдерживающий фактор на протяжении последних лет – отсутствие адекватного объема предложения и низкая доступность ипотечных инструментов для населения. Для создания полноценной ипотечной системы правительством Московской области в 2002 году была принята Программа ипотечного жилищного кредитования (далее – ИЖК)

В рамках программы ИЖК Московской области, помимо законодательной деятельности и создания соответствующей инфраструктуры ипотечного рынка, предполагается:

- ▶ Выдача ипотечных кредитов 29 000 семей.
- ▶ Обеспечение выдачи и рефинансирования кредитов в системе ИЖК региона на сумму RUB 23 млрд.
- ▶ Привлечение в жилищную сферу RUB 33 млрд. инвестиций.
- ▶ Строительство 564 000 м² жилья.

Основные участники системы ИЖК Московской области



Источник : Администрация Московской области

Главные участники системы ИЖК и их основные функции:

- ▶ Заемщики - граждане, желающие улучшить свои жилищные через покупку жилья по ипотечному кредиту.
- ▶ Банки и ипотечные кредитные потребительские кооперативы - выдают ипотечные кредиты и займы.
- ▶ Ипотечная корпорация Московской области (ИКМО) - осуществляет рефинансирование первичных кредиторов.
- ▶ Московская областная инвестиционная трастовая компания (Мособлтрастинвест, МОИТК) – проводит финансовое консультирование, разрабатывает и реализует инвестиционные программы.
- ▶ Правительство Московской области – обеспечивает нормативно-правовое сопровождение системы ИЖК, выступает гарантом по обязательствам.
- ▶ МОИА – финансирует ИКМО, привлекая средства инвесторов через выпуск облигационных займов, направляет собственные и привлеченные средства в строительство ипотечного жилья.



Поручители облигационного займа МОИА

Ипотечная Корпорация Московской области (ИКМО)

ИКМО была создана в 2000 году в рамках реализации московской областной ипотечной программы. Учредителями ИКМО выступили Правительство Московской области и 14 муниципальных образований области. Компания – одно из основных действующих лиц в системе ИЖК области. ИКМО выступает в качестве управляющей компании в областной системе АИЖК, регионального оператора ОАО «АИЖК» по Московской области и инвестора застройщика ипотечных жилых домов.

Основной продукт ИКМО – Московская областная ипотечная программа (МОИП), которая реализуется в 56 муниципальных образованиях и включает 104 аккредитованных участника – банки и кредитные организации, страховые и оценочные компании, ипотечные агентства, риэлторские компании.

ИКМО выкупает у первичных кредиторов, предоставляющих ипотечные кредиты, закладные, которые в дальнейшем рефинансируются ОАО «АИЖК». Основу портфеля рефинансирования составляют несколько крупных первичных кредиторов. Объем финансирования начал серьезно расти в 2005-2006 годах. С RUB 0.31 млрд. до RUB 2.9 млрд. по плану на конец 2006 года. В целом объем инвестиций должен составить более RUB 30 млрд. до 2010 года. При этом, около 65% средств планируется инвестировать во вторичный рынок жилья.

Крупнейшие первичные кредиторы

в % от общего объема рефинансирования

на 01.01.2006

Банк «Возрождение».	31.0%
Банк «Промэнегробанк»	23.8%
ИКПК «Подмосковье»	12.6%
ИКПК «Серпуховский»	6.5%
ИКПК «Подольский»	4.6%
«Европейский Трастовый Банк»	4.1%
Остальные (менее 2%)	17.4%

Источник : Администрация Московской области, данные Компании

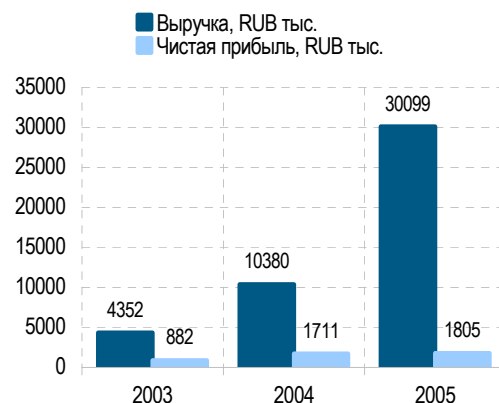
Объем совокупных инвестиций ИКМО



* итоги первого полугодия 2006 года

Источник : Администрация Московской области, данные Компании

Итоги деятельности ИКМО



Источник : данные Компании

На 1 июня 2006 года портфель кредитов ИКМО имел следующие параметры:

- ▶ Средневзвешенный срок погашения – 15.4 лет
- ▶ Процентная ставка – 14.4% годовых
- ▶ Отношение долга к стоимости залога – 60%
- ▶ Средний размер кредита – RUB 677 тыс.
- ▶ Средние ежемесячные выплаты по кредиту – RUB 9 тыс.
- ▶ Доля досрочного погашения в общих выплатах – 25%

Помимо рефинансирования первичных кредиторов ИКМО развивает инвестиционно-строительное направление деятельности. Компания выступает в качестве соинвестора на жилищных объектах, т.е. выкупает оптом квартиры в строящихся домах и реализует их в розницу по ипотечным схемам.



ИКМО - основные показатели баланса и отчета о прибылях и убытках

Показатель, RUB тыс.	2003	2004	2005	2006-1П
Внеоборотные активы	156 413	350 769	522 509	723 775
основные средства	24 462	11 589	11 258	101 801
незавершенное строительство	131 936	339 165	511 224	608 084
Оборотные активы	10 576	191 865	1 663 296	1 664 750
запасы	3 382	24 350	25 434	42 359
дебиторская задолженность (св12 мес.)	-	3 577	3 577	96 176
дебиторская задолженность (мен12 мес.)	14 591	82 000	504 043	1 139 888
краткосрочные финансовые вложения	1 173	16 590	655 874	366 913
денежные средства	10 576	8 343	388 614	19 414
Активы всего:	204 626	542 634	2 185 805	2 388 525
Капитал и резервы	189 045	391 896	724 969	766 555
уставный капитал	33 084	100 000	100 000	100 000
резервный капитал	154 562	288 786	-	661 711
Долгосрочные обязательства	2 213	1 070	1 453 961	1 461 044
займы и кредиты	2 213	-	1 451 307	1 443 377
Краткосрочные обязательства	13 368	149 668	6 875	2 388 525
займы и кредиты	9 000	124 110	-	9 189
кредиторская задолженность	4 368	25 558	6 875	150 834
Пассивы всего:	204 626	542 634	2 185 805	2 388 525
Показатель, RUB тыс.	2003	2004	2005	2006-1П
Выручка	4 352	10 380	30 099	19 275
Себестоимость	2 614	5 891	26 123	9 456
Валовая прибыль	1 738	4 489	3 976	9 819
Прибыль от продаж	1 738	4 489	3 976	-7 673
Проценты к получению	525	1 622	3 356	26 459
Проценты к уплате	-	1 670	1 940	14 448
Прибыль до налогообложения	1 466	2 324	2 602	4 323
Чистая прибыль	882	1 711	1 805	2 288

Источник: данные компании

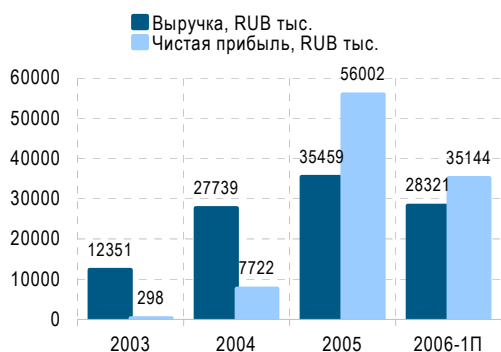
ОАО «Московская областная инвестиционная трастовая компания»

Московская областная инвестиционная трастовая компания (МОИТК) была учреждена Правительством Московской области в 2000 году для обеспечения единой инвестиционной политики в Московской области и получения прибыли. Основная деятельность МОИТК - это финансовое консультирование, управление инвестиционными проектами, участие в разработке и реализации инвестиционных программ, проводимых Правительством Московской Области.

Реализованные МОИТК инвестиционные проекты выкупаются правительством Московской области на средства выделяемые бюджетом региона. Единственным учредителем МОИТК является Министерство имущественных отношений Московской области (100%).

МОИТК – успешно развивающаяся компания. Уставной капитал компании увеличился за 5 лет в 6 раз (с RUB 205 млн. в 2003 году до RUB 8106 млн. по состоянию на 30.06.2006) - за счет средств, вложенных областью. Компания получает прибыль с 2002 года. Величина чистой прибыли выросла за этот период с RUB 0.3 млн. до RUB 56 млн. в 2005 году. Основным источником дохода компании – результаты ее инвестиционной деятельности (отражаются в отчетности по строке «Проценты к получению»). С 2003 года этот показатель увеличился с RUB 20 млн. до RUB 106 млн. в 2005 году. МОИТК активно привлекает банковские кредиты с 2002 года. За это время были заключены кредитные договоры на сумму более RUB 9.6 с крупнейшими банками РФ.

Итоги деятельности МОИТК



Источник: данные Компании

Крупнейшие кредиторы МОИТК

Банк	Доля в кредитах
ОАО «Банк внешней торговли»	31%
Сбербанк РФ	16%
ВТБ Розничные Услуги	16%
Банк ПСБ	14%
ОАО «Банк УРАЛСИБ»	11%
ОАО «МАКБ «Возрождение»	8%
Опрочие	4%

Источник: Администрация Московской области, данные Компании



МОИТК - основные показатели баланса и отчета о прибылях и убытках

Показатель, RUB тыс.	2003	2004	2005	2006-1П
Внеоборотные активы	201 753	208 905	1 966 062	4 801 811
основные средства	389	1 037	1 694	4 039
незавершенное строительство	-	68 447	1 184 221	1 485 273
Оборотные активы	843 398	3 740 435	13 152 281	17 066 638
запасы	12	243	223	42 679
дебиторская задолженность (св12 мес.)	172 258	107 703	1 250 514	1 286 067
дебиторская задолженность (мен12 мес.)	209 467	1 858 452	2 294 331	4 968 336
краткосрочные финансовые вложения	450 100	1 504 410	2 250 842	8 107 377
денежные средства	11 555	258 548	7 143 748	2 399 118
Активы всего:	1 045 151	3 959 304	15 118 343	21 868 449
Капитал и резервы	205 298	1 012 920	3 364 061	8 175 454
уставный капитал	205 000	1 005 000	3 304 000	8 106 850
Долгосрочные обязательства	200 000	1 224 527	1 239 180	1 292 376
займы и кредиты	200 000	1 224 527	1 200 000	1 200 000
Краткосрочные обязательства	639 853	1 721 923	10 515 102	12 400 620
займы и кредиты	498 843	1 562 837	4 770 870	6 639 705
кредиторская задолженность	140 923	159 028	941 353	1 734 300
Пассивы всего:	1 045 151	3 959 304	15 118 343	21 868 449
Показатель, RUB тыс.	2003	2004	2005	2006-1П
Выручка	12 351	27 739	35 459	28 321
Себестоимость	6 288	-	-	1 694
Валовая прибыль	6 063	27 739	35 459	26 627
Прибыль от продаж	3 320	9 519	2 341	-4 509
Проценты к получению	20 312	86 543	106 419	380 544
Проценты к уплате	21 329	59 463	104 676	202 252
Прибыль до налогообложения	683	8 125	67 518	51 087
Чистая прибыль	298	7 722	56 002	35 144
Внеоборотные активы	201 753	208 905	1 966 062	4 801 811

Источник: данные компании

Московская область – оферент по облигациям МОИА

Общие сведения

Московская область входит в состав Центрального федерального округа. Вместе с Москвой область формирует крупнейшую конгломерацию в Восточной Европе с населением более 17 млн. человек и размером экономики в четверть общероссийской. Соседство со столицей во многом определяет высокие темпы экономического развития и уровня жизни населения в регионе. Близость Москвы делает регион инвестиционно привлекательным, по объему иностранных инвестиций Московская область находится на 3-м месте в РФ. Это подтверждается и инвестиционными рейтингами международных агентств - «ВВ» от S&P, «Вa3» от Moody's.

Москва также является огромным рынком сбыта для товаров и услуг. Поэтому в регионе высокими темпами развивается промышленность, торговля, сектор услуг для населению. Московская область - одним из немногих экономически успешных субъектов РФ, не ориентированных в своем развитии на природо-ресурсный потенциал. Московская область является крупнейшим транспортным узлом РФ, отличается развитой инфраструктурой.

Население области составляет свыше 6.6 млн.чел. Регион сильно урбанизирован – более 80% населения – городское. Больших городов на территории области нет, крупнейшие из них (Подольск, Люберцы, Мытищи, Коломна, и др.) имеют население 150-200 тыс.чел. Московская область имеет положительный миграционный поток (около 53 тыс.чел. в 2005 году) и, при этом, в регионе невысокий уровень реальной безработицы – около 4.5%.

Губернатор Московской области – Борис Громов избран на эту должность в 2000 году и переизбран в 2003 году (при поддержке более чем 85% избирателей).

Экономическое положение

Московская область переживает период бурного экономического подъема. На протяжении последних лет ВРП региона рос более чем на 12% в год (что практически вдвое перекрывает общероссийский показатель – 6-7%), его объем превысил в 2005 году RUB 727 млрд. В 2006 году ВРП может увеличиться до RUB 901 млрд. Основа экономики региона – промышленное производство, которое дает более 30% ВРП. Темпы роста промышленности впечатляют – почти 30% в 2005 году, по этому показателю Московская область лидирует среди регионов РФ (уступая только Дагестану). Основные отрасли промышленности – высокотехнологичное, в т.ч. оборонное, машиностроение (25% промпроизводства), пищевая промышленность (более трети промпроизводства – наиболее динамичный сектор). Подобная структура промышленности - когда преобладают отрасли, ориентированные на конечного потребителя или на наличие рабочей силы высокой квалификации, характерна для густонаселенных районов. Дополнительным фактором развития промышленности служит деиндустриализация Москвы, за счет вывода промпредприятий в область.

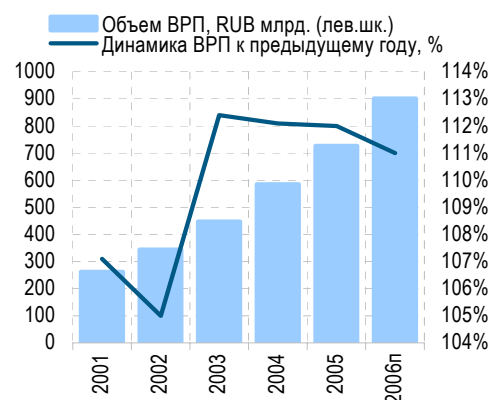


Общие сведения

Показатель	2005
Площадь, тыс.кв.км.	46 000
Население, тыс.чел.	6.6
Уровень урбанизации, %	80%
Реальный уровень безработицы, %	4.5%
Объем ВРП, RUB млрд.	727
ВРП на душу населения, RUB тыс.	106
Объем промышленного производства, RUB млрд.	500
Объем промышленного производства на душу населения, RUB тыс.	75.7
Инвестиции в основной капитал, RUB млрд.	162
Инвестиции в основной капитал к ВРП, %	22.2%
Инвестиции в основной капитал на душу населения, RUB тыс.	24.6

Источник : ФСГС, Администрация Московской области

ВРП



Источник : ФСГС, Администрация Московской области, расчеты Газпромбанка

Драйверами роста для экономики региона выступают также торговля (около 15% ВРП) и строительная отрасль (11% ВРП). Объем розничной торговли в 2005 году составил RUB 371 млрд. – по этому показателю регион уступает только Москве. Оборот розницы вырос в 2005 году на 20%, в 2004 - на 30%. Эти рекордные, для России, показатели обусловлены вводом целого ряда крупных торговых комплексов, ориентированных на жителей столицы. Развивается сфера услуг – в 2005 году объем платных услуг населению превысил RUB 100 млрд.

Московская область один из наиболее привлекательных регионов для инвесторов – как для внутренних, так и для иностранных. По общему объему капиталовложений в экономику (RUB 162 млрд. в 2005 году). Московская область входит в 15 лучших регионов в РФ. Объем капиталовложений может увеличиться в 2006 году до RUB 190 млрд., при этом около 30% придется на промышленность.

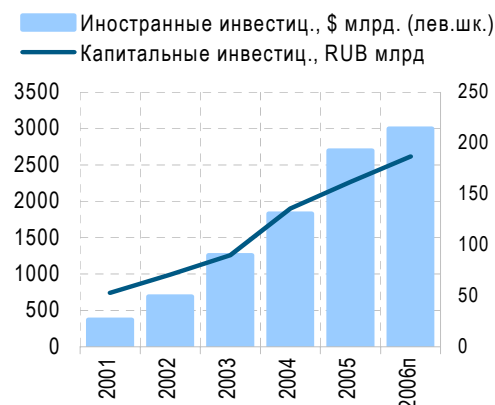
По объему иностранных инвестиций (\$2700 в 2005 году) Московская область уступает только Москве и Сахалину. За прошедшие несколько лет в регионе был осуществлен целый ряд проектов с участием иностранного капитала – прежде всего в пищевой отрасли и торговле. Интерес иностранных инвесторов к региону объясняется как его близостью к Москве (т.е. соответствующему рынку сбыта), так и благоприятным инвестиционным климатом и приемлемыми рисками, что отражается в достаточно высоких инвестиционных рейтингах области – «BB» от S&P, «Ba3» от Moody's. Мы ожидаем роста иностранных инвестиций до \$3 млрд. в 2006 году.

Промышленность



Источник : ФСГС, Администрация Московской области, расчеты Газпромбанка

Инвестиции



Источник : ФСГС, Администрация Московской области, расчеты Газпромбанка

В целом можно констатировать, что Московская область – это один из немногих российских регионов, с успешно развивающейся экономикой, которая, при этом, не имеет сырьевой направленности. Ориентированность на создание современных производств потребительских товаров, развитие сектора услуг и грамотное использование преимуществ соседства со столицей приносят свои результаты.

Бюджетная система и долг

Московская область обладает одной из крупнейших среди регионов РФ финансовых систем. По объему бюджетных доходов в 2005 году (RUB 104 млрд.) область уступает только Москве, Санкт-Петербургу и Тюменской области.

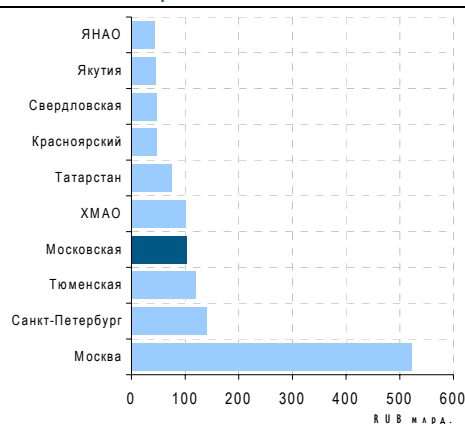
Резкое увеличение доходов наблюдалось в 2005 году – с RUB 60 млрд. до RUB 104 млрд. Причем основной прирост обеспечили налоговые поступления – налог на прибыль и доходы физических лиц. Налоговые доходы перешагнули планку в 80% от общей суммы доходов, что говорит о стабильно развивающейся налоговой



базе в регионе.

Московская область – финансово самостоятельный регион – как мы видим, доля финансовой помощи из федерального центра (т.е. - дотации) составляет несколько процентов от доходной части бюджета.

Регионы РФ – лидеры по доходам бюджета



Источник: Минфин РФ, Администрация Московской области

Динамика основных бюджетных показателей



Источник: Минфин, Администрация Московской Области, расчеты Газпромбанка

Вместе с тем, нужно отметить, что в 2005 году высокие показатели по поступлениям налога на прибыль обеспечили несколько крупных единовременных платежей. Однако бюджет 2006 года не предусматривает значимого снижения налоговых доходов (чего можно было бы ожидать) и, соответственно, доходной части бюджета в целом. По плану они должны составить 80,4 и 99,3 RUB млрд. соответственно. Обратим внимание на то, что годовой план по налогу на прибыль практически выполнен за 6 месяцев 2006 года, поэтому можно ожидать значительно больших налоговых поступлений по итогам года, чем предусмотрено бюджетом.

Структура расходов объективно отражает процессы, происходящие в регионе. С одной стороны, Московская область достаточно активна в инвестиционных вложениях за счет средств бюджета – уровень капитальных расходов составляет примерно 10% от всех расходов. С другой стороны – резко увеличился объем социальных расходов (сюда мы включаем расходы на здравоохранение, образование, ЖКХ, собственно социальную сферу) – до 32,8% от всех расходов в 2005 году и до 44,3% по бюджету 2006 года. Частично это объясняется федеральными новациями в социальной сфере – монетизацией льгот, изменениями в системе ОМС, перераспределением полномочий между уровнями бюджетной системой РФ. Однако, мы считаем, что здесь прослеживается и целенаправленная политика Администрации области на повышения уровня жизни населения, «подтягивания» социальных стандартов до уровня, сопоставимого с Москвой. В краткосрочной перспективе это, несомненно, увеличит нагрузку на бюджетную систему. Однако позитивный долгосрочный эффект – рост уровня жизни, качества рабочей силы, привлекательности региона для квалифицированных трудовых ресурсов мы считаем приоритетным.

Бюджет области дефицитен с 2004 года. Однако по итогам 2004 и 2005 годов размер дефицита составил, соответственно, 5,1% и 2% по отношению к собственным доходам, в то время как по плану дефицит планировался на уровне 9,6%. Примерно на этом же уровне – 10,5% заложен дефицит и в плане 2006 года. Мы считаем, что регион намеренно проводит политику управляемого дефицита, чтобы иметь возможность более гибко оперировать бюджетом и долгом, и по итогам 2006 года дефицит бюджета составит порядка 2-3% от собственных доходов. Косвенно это подтверждается и итогами первого полугодия – бюджет профицитен на RUB 4 млрд. По нашему мнению, дефицитной бюджет у экономически успешного региона – это один из инструментов гибкой финансовой политики и, поэтому, наличие дефицита не является причиной для снижения оценки кредитоспособности.

Показатели бюджетной системы

Показатели RUB млрд.	2004	2005	2006п	2006-1П	2006-1П %*
Доходы.					
Всего доходов	60.1	104.2	99.3	55.5	55.9%
Налоговые доходы, в т.ч.	44.6	83.6	80.4	47.4	59%
- НПО	11.9	36.0	23.1	21.1	91.2%
- НДФЛ	17.9	28.7	26.6	12.5	47%
Налоговые доходы, % от доходов	74.2%	80.2%	80.9%	85.4%	-
Финансовая помощь (дотации)	2.2	3.1	4.6	2.6	57.5%
Финансовая помощь, % от доходов	3.66%	2.9%	4.6%	4.7%	-
Расходы					
Всего расходов	63.1	106.4	107.7	51.5	47.8%
Расходы на социальную сферу	17.6	34.9	44	19.1	43.4%
Расходы на соц. Сферу, % от расходов	27.8%	32.8%	44.3%	37.1%	-
Капитальные расходы	6.2	-	10.2	-	-
Капитальные расходы, % от расходов	9.8%	-	10.1%	-	-
Пофицит/дефицит бюджета	-2.9	-2.2	-8.4	4.0	-
Кредитоспособность					
Долг к собственным доходам (ограничение - 100%)	40.1%	48.8%	46.6%	-	-
Расходы на обслуживание долга к расходам (ограничение -	4.3%	3.8%	5.26%	-	-



15%)					
Дефицит к собственным доходам (ограничение - 15%)	5.1%	2%	10.5%	-	-
Текущие расходы к доходам (ограничение - 100%)	95.1%	88.4%	94.9%	-	-
Просроченная задолженность, RUB	0.107	0.007	0	-	-

*Итоги первого полугодия к годовому плану, %

Источник: Минфин РФ, Администрация Московской Области, расчеты Газпромбанка

Московская область имеет достаточно высокую долговую нагрузку – около 48.8% по итогам 2005 года и 46.6% по плану 2006 года. На 01.08.2006 общий объем долга Московской области составил RUB 58.6 млрд. Однако к концу года, за счет предстоящих погашений, объем долга должен снизиться до RUB 44.1 млрд. (законодательство Московской области не позволяет иметь уровень долга более чем 50% от собственных доходов, в отличие от более мягких требований Минфина РФ – 100%).

Очевиден рост долговой нагрузки в последние годы – в 2001 году долг Московской области составлял всего лишь RUB 1.6 млрд. Однако, с учетом высоких темпов экономического развития региона и крепости финансовой системы мы оцениваем долговую нагрузку Московской области в районе 40-50% как приемлемую.

Нужно учитывать, что, во-первых, привлекаемые средства направляются на инвестиционные и социальные программы, что закладывает основу для дальнейшего экономического роста. Во-вторых, структура долга оптимальна – большую часть в нем занимают рыночные инструменты – 78.5% по плану бюджета 2006 года (RUB 34.6 млрд.)

Московская область – один из крупнейших заемщиков на российском рынке облигаций. В настоящий момент на рынке обращаются 4 облигационных выпуска области. Ориентация на рыночные инструменты позволяет региону гибко управлять своим долгом, переходить на более длинные обязательства, пролонгировать выплаты, экономить на обслуживании долга, формировать позитивную кредитную историю. Рыночный характер долга обуславливает относительную дешевизну его обслуживания – 3.8% в 2005 году, 5.26% по плану 2006 года.

Структура долга (на конец соответствующего периода)

Показатели, RUB млрд.	2001	2002	2003	2004	2005	01.08.2006	2006П *
Облигации	-	2.9	6.7	14.5	14.5	34.2	34.6
Кредиты и бюджетные ссуды.	1.5	2.6	2.7	2.3	9.9	10.0	6.6
Гарантии	0.1	1.6	2.5	2.8	3.1	14.4	2.9
Итого:	1.6	7.1	11.9	19.7	27.5	58.6	44.1

* предельный объем долга Московской области в соответствии с законом о Бюджете на 2006 год

Источник: Администрация Московской области



Приложение 1

МОИА - основные показатели баланса и отчета о прибылях и убытках

Показатель, RUB тыс.	2003	2004	2005	2006-1П
Внеоборотные активы	11 200	4 509	1 455 816	1 446 253
основные средства	-	-	-	1734
долгосрочные финансовые вложения	-	-	1 455 816	1 444 509
отложенные налоговые активы	-	-	-	10
Оборотные активы	5 800	12 633	62 773	77 214
запасы	-	-	794	52 662
дебиторская задолженность (св12 мес.)	-	-	-	-
дебиторская задолженность (мен12 мес.)	5 800	12 602	1 388	4925
краткосрочные финансовые вложения	-	-	-	10 961
денежные средства	-	31	60 458	8 666
Активы всего:	17 000	17 142	1 518 589	1 523 467
Капитал и резервы	16 998	17 140	17 998	21 748
уставный капитал	17 000	17 000	17 000	17 000
Долгосрочные обязательства	-	-	1 500 313	1 500 000
займы и кредиты	-	-	1 500 000	1 500 000
Краткосрочные обязательства	2	2	278	1 719
Пассивы всего:	17 000	17 142	1 518 589	1 523 467
Показатель, RUB тыс.	2003	2004	2005	2006-1П
Выручка	-	-	-	-
Себестоимость	-	-	74	6730
Валовая прибыль	-	-	-74	6730
Прибыль от продаж	-	-3	-74	-6730
Проценты к получению	-	198	1386	79021
Проценты к уплате	-	2	-	67320
Прибыль до налогообложения	-2	187	1304	4952
Чистая прибыль	-2	142	991	3750

Источник: данные компании



АБ «Газпромбанк» (ЗАО)

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

Аналитика долгового рынка

Михаил Зак
+7 (495) 980-41-43
michael.zak@gazprombank.ru

Александр Ермак
+7 (477) 980-47-63
alexander.ermak@gazprombank.ru

Департамент рынков заемного капитала

Игорь Русанов
+ 7(495) 913-78-61
igor.roussanov@gazprombank.ru

Организация выпусков

Игорь Ешков
+ 7(495) 429-96-44
igor.eshkov@gazprombank.ru

Синдикация и продажи

Александр Алистратов
+ 7(495) 719-19-82
AAA@gazprombank.ru

Алексей Куприянов
+ 7(495) 980-41-94
cuper@gazprombank.ru

АБ «Газпромбанк» (ЗАО) является организатором облигационного выпуска МОИА серия 2

Copyright © 2003-2006. АБ Газпромбанк (ЗАО). Все права защищены

Данный отчет подготовлен на основе публичных источников заслуживающих на наш взгляд доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Авторы отчета не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации и мнений. С появлением новой рыночной информации позиция авторов может меняться.