

**СПРАВОЧНИК ПО РЕГИОНАМ РОССИИ НА 2012 ГОД****Долговая география**

Главная цель этого обзора - обеспечить инвесторам лучшее понимание российских региональных эмитентов облигаций с точки зрения соотношения доходностей как бумаг, уже выпущенных в обращение, так и только ожидаемых выпусков. Кредитные рейтинги являются ключевым фактором выбора на долговом рынке, однако это не идеальный критерий для сравнения выпусков региональных бондов: не у всех регионов есть рейтинги одних и тех же агентств, оценки этими агентствами отдельных регионов подчас сильно различаются, к тому же пересмотр рейтингов происходит сравнительно редко.

**Мы составили собственный ранжированный рейтинг кредитного качества регионов.** В этом справочнике мы представляем регионы в нисходящем порядке в зависимости от нашей оценки их кредитного качества. Мы приняли во внимание как те регионы, бонды которых уже находятся в обращении, так и те, которые провели конкурсы по выпуску долговых обязательств в 2011 г.

**Важность субфедерального/муниципального сектора на российском долговом рынке остается ограниченной.** Доля таких бумаг в общем объеме обращающихся обязательств сократилась с более 8% в конце 2009 г. до менее 6% в августе 2011 г., а затем немного выросла - до 7% к декабрю 2011 г. (благодаря первичным размещениям конца года).

**По нашему мнению, основная причина этой тенденции – резкое нарастание объема кредитов из федерального бюджета субфедеральным правительствам в 2009 г. из-за финансового кризиса.** Ставки этих кредитов были очень низки, так что региональные администрации ухватились за возможность замены значительной части своих облигаций и банковских кредитов на кредиты бюджетные. В 2010 г. федеральное правительство предоставило регионам тот же объем кредитов, что и годом ранее, а выплат по ним не было, так как большинство таких кредитов являются сравнительно долгосрочными.

**У сектора есть потенциал роста...** В 2011 г. российское Министерство финансов пересмотрело свою политику: оно сочло, что кризис завершился, и предложило отказаться от практики предоставления федерального кредитования регионам. Занимавший тогда пост министра финансов Алексей Кудрин заявил в июне 2011 г., что с 2012 г. Минфин будет предоставлять кредиты региональным бюджетам только в экстренном случае. На сегодняшний день изменений позиции министерства по данному вопросу не было озвучено. Таким образом, есть значительный объем региональных кредитов (банковских и бюджетных), которые потребуются рефинансировать. Объемы соглашений о банковском кредитовании региональных бюджетов выросли, в то время как размер чистых заимствований в 2009-2010 гг. сокращался ввиду уменьшения дюраций кредитов.

**...и он привлекателен для участников рынка, так как вероятность дефолта невелика** (подробнее в нашем отчете [Субсуверенные облигации: гавань тихая, когда хозяин гостеприимен](#) от 18 июля 2011 г.), **а выпуски отвечают требованиям инвесторов с юридическими ограничениями** структуры и состава активов (наш отчет [Избирательный подход: рублевые облигации для институциональных инвесторов](#) от 6 сентября 2011 г.).

**Новые размещения.** Наиболее вероятные кандидаты на проведение новых размещений – это регионы, бонды которых уже обращаются на рынке. У большинства из этих субъектов Федерации есть кредитный рейтинг, и они достаточно хорошо знакомы инвесторам. Однако можно увидеть и некоторые новые имена – например, в 2011 г. прошло дебютное размещение Свердловской области.

## Ключевые допущения

- При составлении рэнкинга регионов в расчет принимались только финансовые критерии, так как они наиболее сильно влияют на кредитное качество в кратко- и среднесрочной перспективе
- “Крупнейшими компаниями” мы назвали самые большие с точки зрения выручки юридические лица, зарегистрированные в регионе, так как они являются основным источником региональных налоговых поступлений
- “Собственными доходами” мы назвали доходы регионов без учета финансовой помощи федерального бюджета
- Мы включили бюджетные кредиты в наши расчеты долговой нагрузки, так как в конечном итоге для них потребуется рефинансирование (Минфин будет придерживаться этой методологии с 2013 г. в соответствии с Федеральным Законом #58 от 9 апреля 2009 г.)
- Цифры для бюджетов-2011 взяты из статистики Минфина и могут отличаться от региональных законов о бюджете со всеми принятыми поправками
- Региональный индекс производства характеризует интегрированные изменения (в процентах по сравнению с предшествующим периодом) промышленного производства всех типов товаров и отражает изменения стоимости, создаваемой в процессе производства только в результате количественного изменения физических объемов выработки
- Индекс региональной розничной торговли – это индекс физического объема розничного торгового оборота (в процентах по сравнению с предыдущим периодом)

**Таблица 1. Рэнкинг Атона: российские субфедеральные эмитенты**

Позиция	Регион	Доходы, млрд руб. <sup>1</sup>	Доля трансфертов	Долг/ собст. доходы <sup>2</sup>	Страница
1	Санкт-Петербург	268,7	10,8%	1,9%	3
2	Москва	1033,1	11,9%	21,1%	6
3	ХМАО	100,4	4,3%	7,3%	9
4	Краснодарский край	121,9	45,3%	33,8%	12
5	Московская область	183,9	14,6%	46,7%	15
6	Свердловская область	94,7	17,3%	8,8%	18
7	Красноярский край	88,9	21,0%	10,5%	21
8	Республика Башкортостан	72,9	25,7%	14,5%	24
9	Иркутская область	59,8	25,2%	8,8%	27
10	Республика Саха	77,9	46,5%	37,5%	30
11	Самарская область	70,8	18,6%	40,1%	33
12	Ленинградская область	42,1	21,3%	12,0%	36
13	Нижегородская область	60,3	22,6%	39,5%	39
14	Ставропольский край	41,7	44,0%	15,1%	42
15	Белгородская область	46,2	33,9%	34,9%	45
16	Республика Коми	32,8	20,2%	17,5%	48
17	Волгоградская область	39,3	27,9%	26,3%	51
18	Воронежская область	38,7	38,5%	34,0%	51
19	Томская область	26,8	29,0%	23,4%	57
20	Липецкая область	22,9	22,0%	23,6%	60
21	Ярославская область	27,3	24,1%	34,1%	63
22	Тверская область	26,0	29,7%	36,9%	66
23	Удмуртия	28,9	34,5%	46,8%	69
24	Республика Хакасия	10,4	33,7%	18,3%	72
25	Ивановская область	17,3	50,5%	29,9%	75
26	Республика Карелия	18,2	33,1%	43,2%	78
27	Рязанская область	21,6	38,2%	51,7%	81
28	Вологодская область	27,2	25,5%	69,5%	84
29	Чувашская республика	20,0	47,2%	51,9%	87
30	Калужская область	19,5	26,6%	77,5%	90
31	Костромская область	11,9	46,6%	81,1%	93

<sup>1</sup>8M11

<sup>2</sup> На 1 сентября 2011 г. к запланированному 2011 г. (долг по состоянию на 1 сентября 2011 г./собственные доходы региона согласно плану на 2011 г.)

Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

## Основные показатели

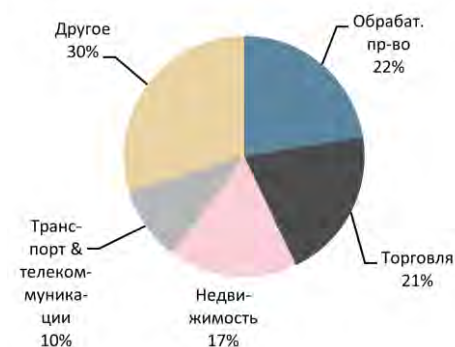
Место в рейтинге Атона: 1-ое  
Кредитный рейтинг (M/S/F): Ваа1/BBB/-  
ВРП: 1 473,3 млрд руб.  
Население: 4 600 276  
Сайт городской администрации:  
www.gov.spb.ru  
Сайт финансового органа:  
www.fincom.spb.ru

Таблица 2. Основные компании города

Название	Выручка, млрд руб.	Активы млрд руб.
ОАО Газпромнефть	598,4	570,2
ООО ЛУКОЙЛ-Санкт-Петербург Трейд	312,6	63
ЗАО СИБУР Холдинг	178,2	311,1
ООО РН-Трейдинг	134,7	55
ООО О'Кей	83,5	22,1
ОАО Пивоваренная компания "Балтика"	77,7	54,9

Источник: БИР-Аналитик-ПРАЙМ

График 1. Структура ВРП, %



Источник: Росстат

## Санкт-Петербург

### Плюсы

- Сильная политическая поддержка
- Низкая долговая нагрузка
- Уже сделанные крупные инвестиции
- Размещение штаб-квартир многих крупных российских компаний

### Минусы

- Высокая степень чувствительности к фазам экономического цикла

### Экономика и политика

**Санкт-Петербург – один из двух российских городов со статусом субъекта федерации.** Этот мегаполис располагает хорошо развитой промышленностью и является одним из крупнейших транспортных узлов России. Валовый региональный продукт (ВРП) на душу населения составляет 320,9 тыс. руб. – это один из наиболее высоких уровней в стране. По абсолютному размеру ВРП Санкт-Петербург занимает четвертое место среди российских регионов. Значительная доля услуг и недвижимости в ВРП объясняется тем, что этот субъект федерации – город.

#### Крупнейшие компании по размеру выручки:

- ОАО Газпромнефть – штаб-квартира одной из крупнейших российских нефтяных компаний, контролируемой государственным монополистом Газпромом
- ООО ЛУКОЙЛ – Санкт-Петербург Трейд – торговое подразделение одной из крупнейших российских нефтяных компаний ЛУКОЙЛ, контролируемое отечественным менеджментом
- ЗАО СИБУР Холдинг – штаб-квартира нефтехимического гиганта, контролируемого Газпромом
- ООО РН-Трейдинг – торговое подразделение контролируемой государством Роснефти (одной из крупнейших в России нефтяной компании)
- ООО О'Кей – одна из крупнейших в России компаний розничной торговли
- ОАО Пивоваренная компания "Балтика" – лидер российского пивоваренного рынка, контролируемый датской Carlsberg Group

Санкт-Петербург пострадал от кризиса сильнее, чем Россия в целом. В настоящее время наблюдается восстановление, особенно в области торговли. В первом полугодии 2011 г. промышленное производство в городе увеличилось на 16,7%, производство обрабатывающей промышленности – на 17,5%.

С момента прихода к власти Владимира Путина Санкт-Петербург пользуется благосклонным вниманием федерального правительства. Сюда были перенесены штаб-квартиры ряда крупных отечественных компаний, а также некоторые федеральные структуры. Также существенно вырос объем инвестиций в городскую экономику. Губернатором Санкт-Петербурга является Георгий Полтавченко; он был назначен на этот пост в августе 2011 г., а истекает срок его полномочий в 2016 г. Ранее он был представителем президента в Центральном федеральном округе.

На последних выборах в Государственную Думу "Единая Россия" получила в Санкт-Петербурге 35% голосов.

График 2. Региональный индекс производства, %

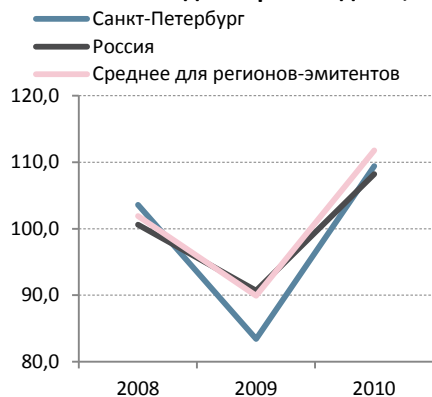
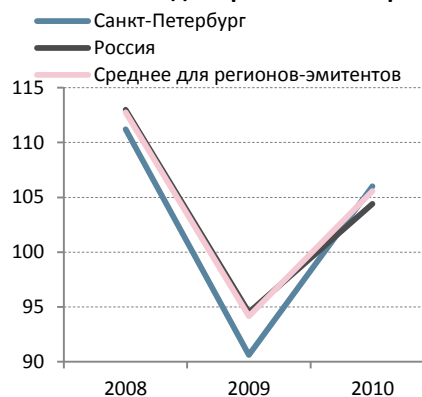


График 3. Региональный индекс розничной торговли, %



Источник: Росстат

График 4. Динамика бюджетных доходов и расходов, млн руб., (п) - планируемые

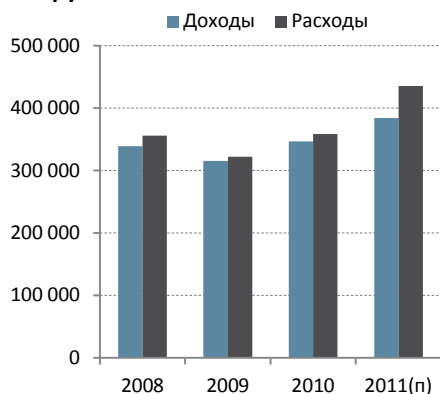
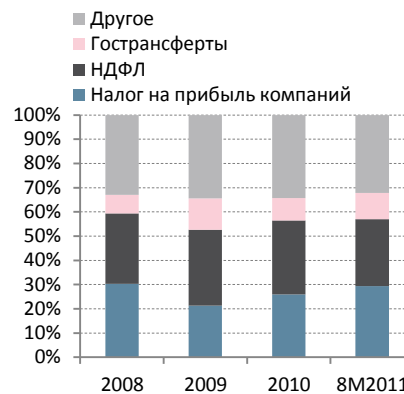


График 5. Структура бюджетных доходов, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

### Бюджет и долг

Санкт-Петербург является вторым по величине доходов субъектом Федерации после Москвы. В то же время этот город обладает высокой степенью финансовой независимости: около 90% доходов бюджета поступает из внутренних источников. Структура доходов хорошо диверсифицирована: доли поступлений от налога на прибыль корпораций, подоходного налога и из других источников практически равны. Это позволило бюджету города успешно преодолеть кризис. В 2009 г. доля налога на прибыль корпораций в доходах города опустилась с 30% до чуть более 20%. В ответ на это федеральное правительство увеличило объем своих трансфертов (хотя их доля в доходах города осталась низкой), однако доли других источников дохода изменились не слишком значительно.

В 2010 г. доходы регионального бюджета достигли уровня 2008 г.; было запланировано, что в 2011 г. доходы вырастут на 11%, а расходы – на 20%. В последние четыре года бюджет города сводился с дефицитом, однако за первые восемь месяцев 2011 г. был зафиксирован крупный профицит – 21% собственных доходов.

До кризиса город избавился от большей части своего долгового бремени, однако во время кризиса были получены бюджетные кредиты, а в конце 2010 г. последовало размещение бондов. Обязательства Санкт-Петербурга в настоящее время состоят именно из этих двух компонентов. Впрочем, величина этого долга по сравнению с собственными доходами города остается незначительной, причем в 2011 г. наблюдалась тенденция к сокращению долгового бремени.

Таблица 3. Облигации в обращении

Серия	Объем, млрд руб.	Дата погашения	A1	Репо
25038	10	19.11.15	-	+

Источники: CBonds, региональная администрация

## Рынок облигаций

Санкт-Петербург был одним из пионеров российского рынка облигаций после кризиса 1998 г. Всего он выпустил 61 облигацию, которые активно торговались на Санкт-Петербургской бирже. В 2005 г. город начал сокращать свою долговую нагрузку и не размещал новых облигаций до 2010 г. В настоящее время в обращении на рынке находится одна облигация региона, торгуемая на ММВБ (однако ее ликвидность не слишком высока).

График 6. Изменение размера долга

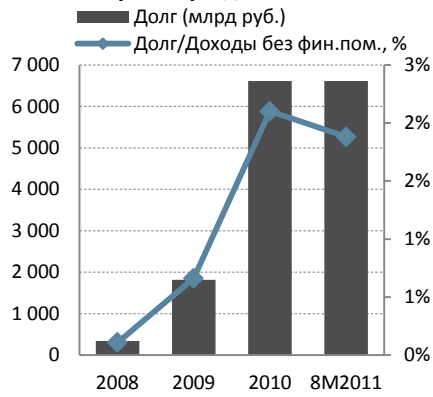
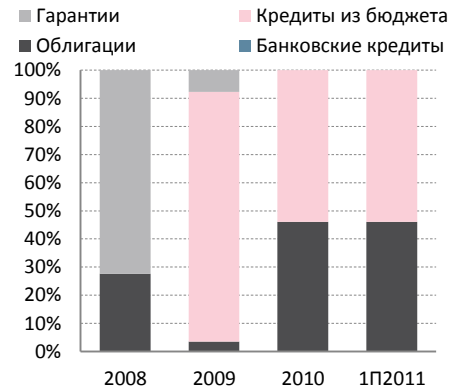


График 7. Структура долга, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

## Основные показатели

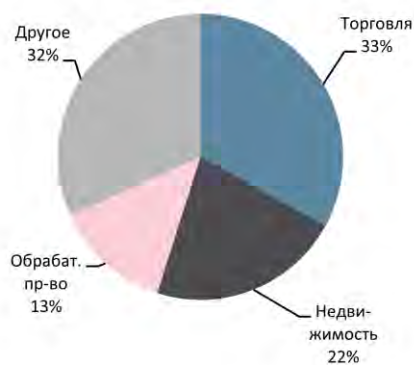
Место в рейтинге Атона: 2-ое  
Кредитный рейтинг (M/S/F):  
Ваа1/BBB/BBB  
ВРП: 7 157,5 млрд руб.  
Население: 10 563 038  
Сайт городской администрации:  
www.mos.ru  
Сайт финансового органа:  
www.findep.mos.ru

Таблица 4. Основные компании города

Название	Выручка, млрд руб.	Активы, млрд руб.
ОАО Газпром	2 879,4	7 828,0
ОАО РЖД	1 195,1	3 823,7
ОАО Роснефть	1 061,3	1 924,0
ОАО Транснефть	397,6	873,4
ЗАО Перекресток	240,5	110,2
ОАО МТС	216,1	391,5
ОАО Росэнергоатом	210,3	741,5
ОАО ВымпелКом	210,1	358,6
ОАО Мегафон	205,8	306,8

Источник: БИР-Аналитик-ПРАЙМ

График 8. Структура ВРП, %



Источник: Росстат

## Москва

### Плюсы

- Статус экономического и политического центра России
- Очень большой объем бюджетных доходов
- Сравнительно низкая долговая нагрузка

### Минусы

- Стратегия города нацелена на удаление своих бондов с рынка, что может негативно отразиться на ликвидности
- Планы нового мэра города потребуют весьма крупных инвестиций

### Экономика и политика

**Москва – столица;** она располагает высокоразвитой индустрией и является одним из крупнейших транспортных центров страны. ВРП на душу населения составляет 679,3 тыс. руб. – это один из наиболее высоких уровней в России (лишь в нефтедобывающих регионах этот показатель выше). Абсолютная величина ВРП является самой большой в стране и вчетверо превышает этот показатель у идущего вторым номером региона. В структуре ВРП преобладают торговля, недвижимость и услуги. У большинства российских компаний в Москве располагаются штаб-квартиры, хотя их промышленные активы разбросаны по стране. Это влечет за собой сосредоточение большего числа финансовых потоков страны в столице.

#### Крупнейшие компании (без финансового сектора) по размеру выручки:

- ОАО Газпром – контролируемая государством газовая монополия
- ОАО РЖД – контролируемая государством железнодорожная монополия
- ОАО Роснефть – контролируемая государством нефтяная компания, одна из крупнейших в России
- ОАО Транснефть – контролируемый государством монополист в области транспортировки нефти
- ЗАО Перекресток – крупнейшая российская компания розничной торговли
- ОАО МТС – один из крупнейших операторов мобильной связи
- ОАО Росэнергоатом – контролируемая государством монополия в области атомной энергетики
- ОАО ВымпелКом – один из крупнейших операторов мобильной связи
- ОАО Мегафон – один из крупнейших операторов мобильной связи

**Экономика Москвы существенно отличается от экономик большинства других российских регионов.** Индекс промышленного производства здесь был ниже 100% еще до кризиса. Причина этого кроется не в уровне спроса на промышленную продукцию, но в том, что промышленность перебирается за пределы города, а на смену ей приходит более прибыльная коммерческая и жилая недвижимость. В течение 2009 г. динамика торговли была негативной, однако в 2010 г. возобновился ее рост. В последние пять лет Москва сталкивалась с рядом проблем, которые привели к понижению уровня жизни.

После отставки Юрия Лужкова в 2010 г. пост мэра занял Сергей Собянин, который ранее был вице-премьером правительства России. Его планы решения городских проблем являются весьма дорогостоящими и потребуют масштабных капиталовложений.

На последних выборах в Государственную Думу “Единая Россия” получила в Москве 47% голосов.

График 9. Региональный индекс производства, %

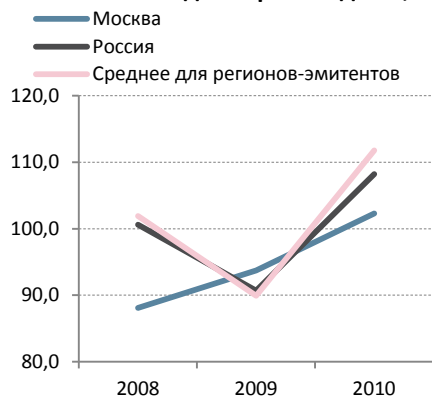
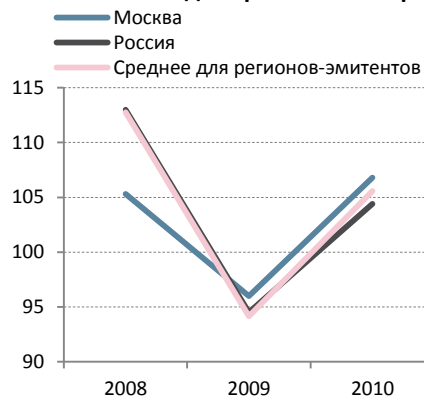


График 10. Региональный индекс розничной торговли, %



Источник: Росстат

График 11. Динамика бюджетных доходов и расходов, млн руб., (п) - планируемые

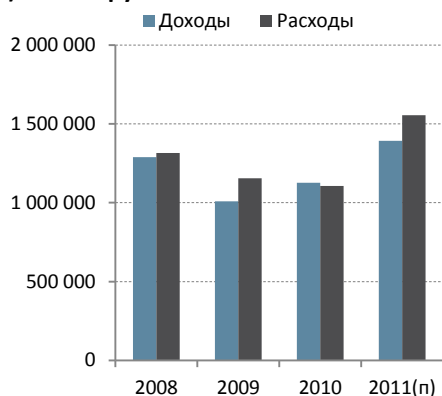
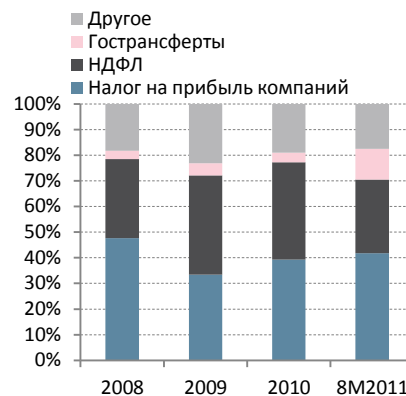


График 12. Структура бюджетных доходов, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

### Бюджет и долг

Объем бюджетных доходов Москвы является крупнейшим среди российских регионов. 88% этих доходов поступает из местных источников, а трансферты федерального центра являются субсидиями целевого назначения. Доходы обеспечиваются по преимуществу налогом на прибыль корпораций и подоходным налогом. В 2009 г. доля налога на прибыль корпораций в структуре дохода города сократилась с примерно 50% до чуть более 30%. В это время Москва оставалась донором федерального бюджета, а объем трансфертов не изменился, что привело к сокращению общих доходов.

В 2010 г. бюджетные доходы не достигли уровня 2008 г., однако мы понимаем, что в 2011 г. ситуация должна была выправиться. В соответствии с бюджетом-2011 планировалось увеличить расходы на 40%, что должно было привести к формированию существенного дефицита. В то же время бюджетные доходы за восемь месяцев 2011 г. оказались весьма высокими, достигнув 75% запланированного на год уровня. Профицит составил 37% собственных доходов.

Москва долгое время отличалась благоразумной долговой политикой. Большая часть ее долга представлена бондами: в 2008 г. долговая нагрузка составила 10% собственных доходов, что весьма немного. В 2009 г. из-за уменьшения доходов долговая нагрузка выросла до 25%. В 2010 г. она вновь увеличилась. Новая муниципальная администрация объявила о стратегии сокращения долга и в течение 2011 г. следовала ей, доведя долговую нагрузку до 20% собственных доходов.

Таблица 5. Облигации в обращении

Серия	Объем, млрд руб.	Дата погашения	A1	Репо
39	10	21.07.2014	+	+
44	20	24.06.2015	+	+
45	15	27.06.2012	+	+
48	30	11.06.2022	+	+
49	25	14.06.2017	+	+
50	15	18.12.2011	+	+
53	15	01.09.2013	+	+
54	15	05.09.2012	+	+
56	20	22.09.2016	+	+
61	30	03.06.2013	+	+
62	35	08.06.2014	+	+
63	15	10.12.2013	+	+
64	40	16.11.2015	+	+
66	30	23.11.2018	+	+

Источники: CBonds, региональная администрация

## Рынок облигаций

Москва стала первым российским регионом, обратившимся к отечественному рынку облигаций после кризиса 1998 г. Город выпустил всего 56 облигаций, которые стали настоящими бенчмарками российского рынка в целом и демонстрировали более высокую ликвидность, чем ОФЗ в отдельные периоды. В настоящее время в обращении находятся 14 выпусков облигаций региона, некоторые из которых не размещены полностью, так что есть возможность предпринять дополнительные размещения.

График 13. Изменение размера долга

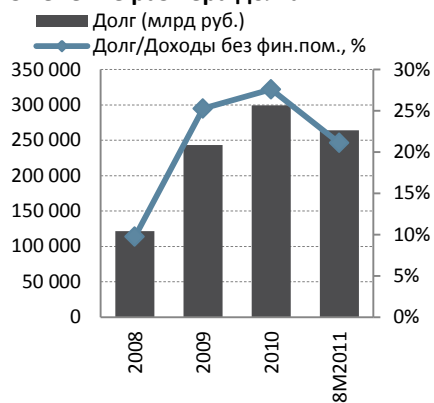
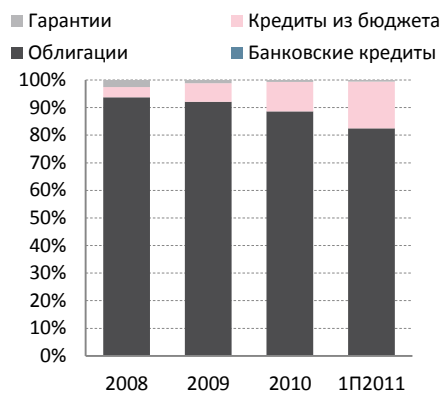


График 14. Структура долга, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона



## Основные показатели

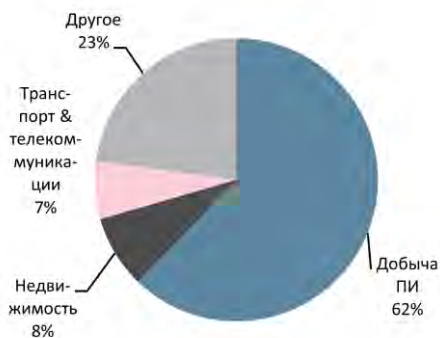
Место в рейтинге Атона: 3-е  
Кредитный рейтинг (M/S/F): Baa3/BBB-/-  
ВРП: 1 811,6 млрд руб.  
Население: 1 538 616  
Сайт администрации региона:  
www.admhmao.ru  
Сайт финансового органа:  
www.admhmao.ru/committe/departament/dep\_fin/dep\_fin.htm

Таблица 6. Основные компании региона

Название	Выручка, млрд руб.	Активы, млрд руб.
ОАО Сургутнефтегаз	596,9	1 380,3
ООО ЛУКОЙЛ-Западная Сибирь	356,0	446,2
ООО Газпром трансгаз Югорск	219,7	140,4
ОАО Самотлорнефтегаз	153,5	147,7
ООО РН-Юганскнефтегаз	116,9	48,0
ОАО Тюменьэнергосбыт	99,3	6,3

Источник: БИР-Аналитик-ПРАЙМ

График 15. Структура ВРП, %



Источник: Росстат

## Ханты-Мансийский автономный округ (ХМАО)

### Плюсы

- Крупный нефтегазовый центр
- Большие природные ресурсы
- Низкая долговая нагрузка

### Минусы

- Сокращение добычи нефти
- Зависимость от мирового рынка природных ресурсов

### Экономика и политика

**ХМАО – первый из российских регионов по добыче нефти и второй – по добыче газа.** ВРП является одним из самых больших в России, а ВРП на душу населения составляет 1 177,4 тыс. руб. – наиболее высокое значение в стране. Учитывая размах добывающей индустрии, она обеспечивает более 30% ВРП ХМАО. Наиболее значительны запасы нефти и газа, есть месторождения золота.

### Крупнейшие компании по размеру выручки:

- ОАО Сургутнефтегаз – одна из крупнейших российских нефтяных компаний, контролируется менеджментом. По информации из некоторых источников, компанию контролируют высокопоставленные правительственные чиновники.
- ООО ЛУКОЙЛ-Западная Сибирь – основное добывающее подразделение (обеспечивает около 50% выработки нефти и газа) контролируемой российским менеджментом компании ЛУКОЙЛ, одной из крупнейших в этой сфере
- ООО Газпром трансгаз Югорск – крупнейшая компания, занимающаяся транспортировкой газа, в составе контролируемого государством газового монополиста Газпром
- ОАО Самотлорнефтегаз – основное добывающее подразделение одной из крупнейших российских нефтяных компаний ТНК-ВР
- ООО РН-Юганскнефтегаз – ключевое добывающее подразделение одной из крупнейших российских нефтяных компаний Роснефть (контролируется государством)
- ОАО Тюменьэнергосбыт – энергосбытовая компания, контролируемая Газпромом

**Сильная добывающая индустрия обеспечила эффективную поддержку экономике региона в ходе кризиса.** Сокращение регионального производства в 2009 г. было не очень значительным, в отличие от той картины, которая наблюдалась в большинстве российских регионов. Впрочем, восстановление экономики ХМАО было вялым. 2011 г. не принес утешительных новостей: региональный индекс производства в первом квартале составил 98,1%. Причинами этого послужили сокращение выработки давно работающих скважин и слабая геологоразведочная активность. Торговля не играет важной роли в региональной экономике, ее динамика хуже, чем в среднем по стране.

Губернатором ХМАО в марте 2010 г. была назначена Наталья Комарова. Срок ее полномочий истечет в марте 2015 г. Ранее она возглавляла комитет Государственной Думы по природным ресурсам

На последних выборах в Государственную Думу “Единая Россия” получила в ХМАО 41% голосов избирателей.

График 16. Региональный индекс производства, %

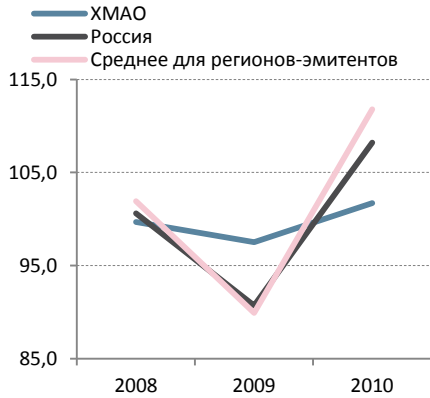
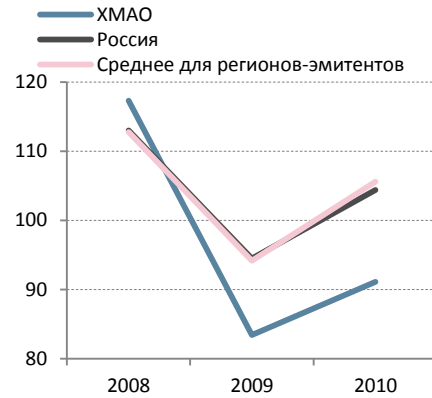


График 17. Региональный индекс розничной торговли, %



Источник: Росстат

График 18. Динамика бюджетных доходов и расходов, млн руб., (п) - планируемые

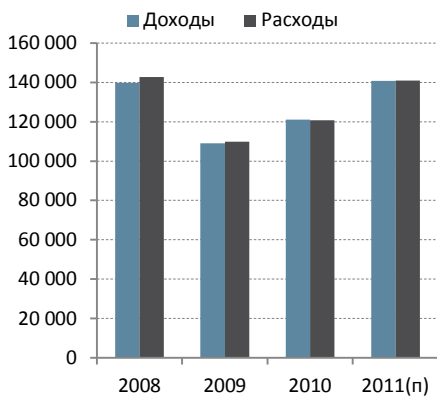
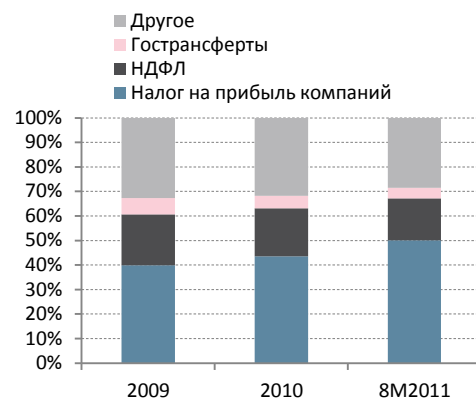


График 19. Структура бюджетных доходов, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

Таблица 7. Облигации в обращении

Серия	Объем, млрд руб.	Дата погашения	A1	Репо
25006	2,0	22.12.11	-	+
25007	2,0	20.12.12	-	+
25008	2,0	19.12.13	-	+

Источники: CBonds, региональная администрация

## Бюджет и долг

**Регион располагает крупными доходами.** Он выступает в качестве донора федерального бюджета, и федеральные трансферты для тех или иных целей составляют лишь немногим больше 4% доходов ХМАО. Налог на прибыль корпораций до кризиса обеспечивал половину бюджетных доходов, но в 2009 г. его доля упала до 40%. Так как этот налог является основным источником бюджетных доходов, а регион сохранил свой статус донора, его доходы сократились более чем на 7%.

Доходы ХМАО, вероятно, вернуться к уровню 2008 г. только в 2011 г. Итог первых восьми месяцев 2011 г. был позитивным: полученные доходы составили 71% годового плана.

**В последние четыре года бюджет региона был хорошо сбалансирован** и по итогам восьми месяцев 2011 г. бюджетный профицит превысил 12% собственных доходов округа. Благодаря сбалансированному бюджету у региона низкая долговая нагрузка: в 2009 г. она составила 14%, в 2010 г. – менее 10%, а в текущем году, в соответствии с планом, она будет равна около 7% собственных доходов. В 2008 г. у ХМАО не было прямых долговых обязательств, но в 2009 г. он выпустил три бонда. Также были получены кредиты из федерального бюджета.

## Рынок облигаций

**Регион дебютировал на рынке бондов в 2002 г.** С того момента он разместил на рынке еще четыре выпуска бондов, а в настоящее время в обращении находятся три выпуска. Объем этих выпусков весьма мал по сравнению с валовыми доходами бюджета.

График 20. Изменение размера долга

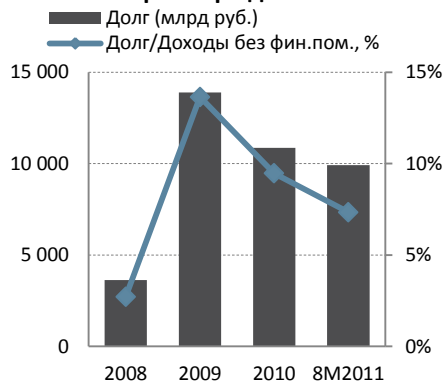
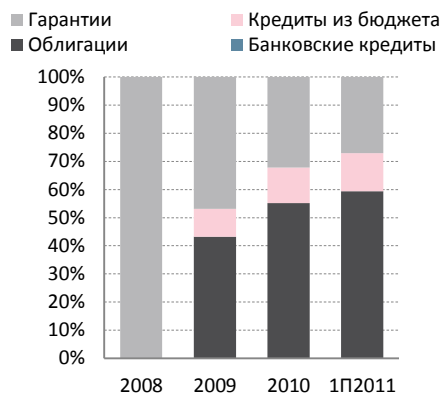


График 21. Структура долга, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

## Основные показатели

Место в рейтинге Атона: 4-ое  
Кредитный рейтинг (M/S/F): Ba1/-/BB  
ВРП: 857,5 млрд руб.  
Население: 5 160 656  
Сайт краевой администрации:  
admkrain.krasnodar.ru  
Сайт финансового органа: depfinance.ru

Таблица 8. Основные компании края

Название	Выручка, млрд руб.	Активы, млрд руб.
ЗАО Тандер	241,4	103,2
ОАО Кубаньэнергосбыт	30,9	4,1
ЗАО Каспийский трубопроводный консорциум	28,6	170,6
ОАО Кубаньэнерго	24,5	35,0
Нефтегазиндустрия-Инвест	24,3	10,8
ОАО Южная многоотраслевая корпорация	24,3	6,6

Источник: БИР-Аналитик-ПРАЙМ

## Краснодарский край

### Плюсы

- Большой объем бюджета
- Хорошо диверсифицированная экономика
- Позитивный эффект Сочи-2014

### Минусы

- Растущая долговая нагрузка
- Политический риск смены власти
- Зависимость от федеральных трансфертов

### Экономика и политика

Регион располагает крупным ВРП, который в пересчете на душу населения (258,8 тыс. руб.) близок к среднему уровню по стране. Экономика региона хорошо диверсифицирована, значительная ее часть приходится на торговлю и услуги. Также существенен вклад сельского хозяйства ввиду благоприятных климатических условий региона. Заслуживает внимания и хорошо развитая отрасль рекреации и туризма. Победа заявки Сочи на право проведения Зимней Олимпиады-2014 стала сильным катализатором развития региональной экономики.

### Крупнейшие компании по уровню выручки:

- ЗАО Тандер – головная компания одной из крупнейших розничных сетей России, Магнита
- ОАО Кубаньэнергосбыт – компания, занимающаяся распределением электроэнергии в регионе
- ЗАО Каспийский трубопроводный консорциум – международный оператор нефтепровода Казakhstan-Новороссийск
- ОАО Кубаньэнерго – региональная сетевая компания, контролируемая государством
- ООО Нефтегазиндустрия-Инвест – оператор нефтеперерабатывающих мощностей ГК НефтеГазИндустрия
- ОАО Южная многоотраслевая корпорация – контролируемый менеджментом холдинг, в который входят предприятия сельского хозяйства, розничной торговли, а также другие активы из различных экономических секторов

Обрабатывающая промышленность в регионе развивается немного медленнее, чем в среднем по России. С другой стороны, торговля растет быстрее, чем в среднем по стране. В свете сравнительно низкой доли обрабатывающей промышленности в ВРП, региональная экономика развивается достаточно хорошо. В первом полугодии 2011 г. промышленность развивалась быстрее других секторов: региональный индекс производства составил 109,7%, индекс розничной торговли – 104,9%, индекс сельскохозяйственного производства – 103,5%.

Губернатор Краснодарского края Александр Ткачев занимает этот пост с декабря 2000 г. Срок его полномочий истекает 23 апреля 2012 г. - по нашему мнению, существует определенный политический риск, связанный с возможной сменой власти в регионе. С одной стороны, нынешний губернатор считается “человеком Путина” и принимает активное участие в подготовке Олимпийских игр. С другой стороны, это один из немногих губернаторов, занимающих свой пост третий срок подряд; более того, множатся признаки недовольства им со стороны населения. Тем не менее, по итогам последних выборов в Государственную Думу, “Единая Россия” получила в регионе 56% голосов, а значит, возможно, А.Ткачев смог добиться повышения своей популярности.

График 22. Структура ВРП, %



Источник: Росстат

График 23. Региональный индекс производства, %

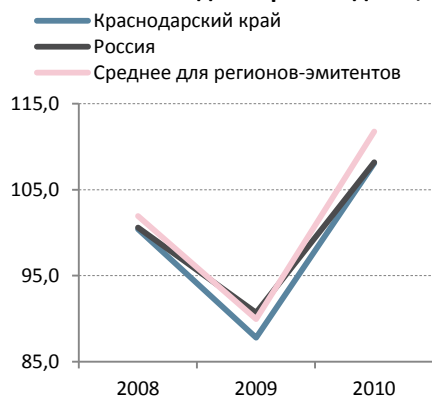
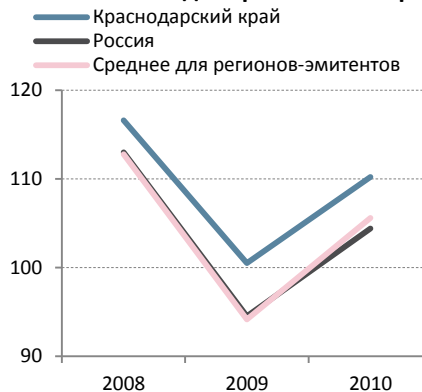


График 24. Региональный индекс розничной торговли, %



Источник: Росстат

График 25. Динамика бюджетных доходов и расходов, млн руб., (п) - планируемые

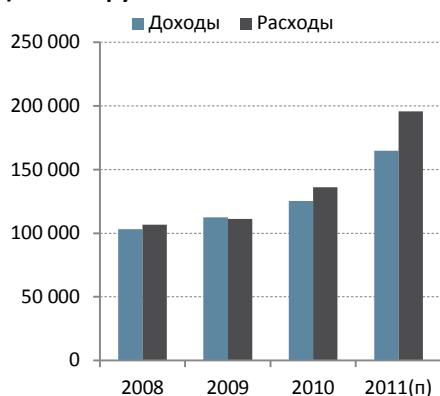
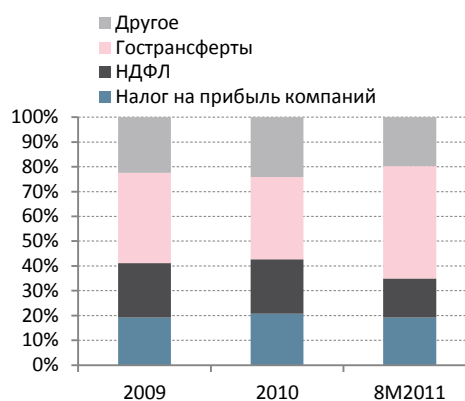


График 26. Структура бюджетных доходов, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

Таблица 9. Облигации в обращении

Серия	Объем, млрд руб.	Дата погашения	A1	Репо
34002	1,5	14.12.12	-	+
34003	4,0	27.09.14	+	+

Источники: CBonds, региональная администрация

### Бюджет и долг

Доходы бюджета региона внушительны, однако значительная их часть – это трансферты из федерального бюджета. За последние четыре года объем этих трансфертов вырос как в абсолютных, так и в относительных цифрах, что, вероятно, отражает политику государства, нацеленного на развитие региона в преддверии Олимпийских игр.

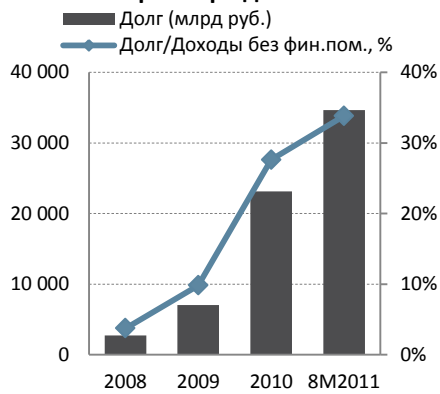
**Учитывая хорошее состояние краевого бюджета, большая доля федеральных трансфертов может быть скорее позитивным, а не негативным фактором для региона.** В 2009 г. доходы регионального бюджета продолжали расти, в то время как доходы многих других, более самостоятельных регионов, сократились. В 2011 г. трансферты федерального бюджета обеспечили увеличение запланированных доходов на 32%, расходов – на 44%, что является рекордом для регионов-эмитентов. В первые восемь месяцев 2011 г. доходы бюджета достигли 74% запланированной годовой величины, а его профицит без учета вливаний со стороны федерального центра – 45% (регион вряд ли сможет потратить эти средства в отведенное время).

Несмотря на увеличение доходов, интенсивное наращивание расходов региона привело к тому, что ранее умеренный долг вырос в период 2008-2011 гг. до 34% от собственных доходов края. С точки зрения источников финансирования дефицита, регион зависит прежде всего от банковских кредитов и кредитов федерального бюджета. В 2011 г. кредиты из федерального бюджета были основным источником долгового финансирования края.

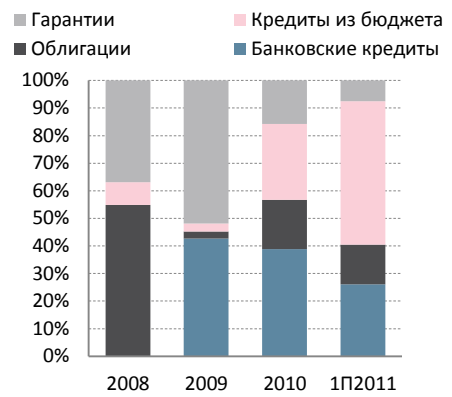
### Рынок облигаций

Регион впервые вышел на открытый рынок долговых обязательств в мае 2004 г., а всего им было сделано три выпуска бондов. В настоящее время в обращении находятся бумаги двух выпусков.

**График 27. Изменение размера долга**



**График 28. Структура долга, %**



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

## Основные показатели

Место в рейтинге Атона: 5-ое  
Кредитный рейтинг (M/S/F): Ba3/-/-  
ВРП: 1 530,6 млрд руб.  
Население: 6 752 727  
Сайт областной администрации:  
www.mosreg.ru  
Сайт финансового органа: mf.mosreg.ru

Таблица 10. Основные компании области

Название	Выручка, млрд руб.	Активы, млрд руб.
ООО Газпром Межрегионгаз	719,4	449,3
ЗАО ТК Мегapolis	264,0	69,4
ООО Ашан	178,1	59,6
ООО Тойота Мотор	122,9	19,0
ОАО МОЭСК	110,6	245,2

Источник: БИР-Аналитик-ПРАЙМ

График 29. Структура ВРП, %



Источник: Росстат

## Московская область

### Плюсы

- **Высокоразвитая экономика**
- **Близость к столице, возможное углубление сотрудничества с ней**
- **Значительное финансовое оздоровление**

### Минусы

- **Негативный имидж после злоупотреблений финансового руководства**
- **Возможная смена власти**

### Экономика и политика

После Москвы и Ханты-Мансийского автономного округа Московская область обладает самым высоким в стране ВРП, который на душу населения составляет 227,3 тыс. руб., что близко к среднему уровню по стране. Экономика региона хорошо диверсифицирована; наиболее высок вклад в ВРП обрабатывающей промышленности (регион располагает высокоразвитой индустрией) и торговли (близость к столице делает логистические узлы области особенно прибыльными). В области также весьма активен рынок недвижимости.

Расширение территории Москвы за счет Московской области, вероятно, принесет последней дополнительные преимущества, так как развитие новых территорий стимулирует экономическую активность в близлежащих районах. В то же время потенциальные налоговые потери не будут особенно значительными, так как на передаваемой территории не слишком много налогоплательщиков. Нельзя исключить слияние Москвы и Московской области в отдаленном будущем.

### Крупнейшие компании региона по величине выручки:

- ООО Газпром межрегионгаз – компания занимается розничной торговлей природным газом, входит в структуру контролируемого государством газового монополиста Газпром
- ЗАО ТК Мегapolis – частная компания с национальным охватом, занимающаяся перевозкой и распределением табачных изделий и напитков
- ООО Ашан – одна из крупнейших компаний розничной торговли в России, принадлежащая французской сети
- ООО Тойота Мотор – российское торговое подразделение японского автопроизводителя Toyota
- ОАО МОЭСК – сетевая компания, обслуживающая Москву и Московскую область; принадлежит государству через контролируемый им Холдинг МРСК

До кризиса и обрабатывающая промышленность, и торговая сфера региона развивались быстрее, чем в среднем по России, но в 2009 г. оба эти сектора пострадали сильнее других регионов. В фазе восстановления этот тренд сохранился: подъем экономики Московской области шел опережающими темпами по отношению к другим регионам. В первом полугодии 2011 г. региональный индекс производства составил 110,9% против 105,3% для России в целом. Строительный сектор вырос на 14,4%, оптовая торговля – на 11,8%, розничная торговля – на 7,3%.

Губернатором Московской области в 2000 г. был избран Борис Громов, он был переизбран в 2003 г. Срок его полномочий истекает в мае 2012 г., и, как мы полагаем, есть вероятность того, что он не удержится на посту. Основной причиной этого служат имевшие место злоупотребления финансового руководства региона (возбуждены уголовные дела), которые привели область на грань банкротства. Помимо этого, произошло несколько стихийных бедствий, на которые региональные власти не смогли отреагировать должным образом. Последней каплей может стать то, что “Единая Россия” на минувших выборах в Государственную Думу получила в Московской области лишь 33% голосов.

График 30. Региональный индекс производства, %

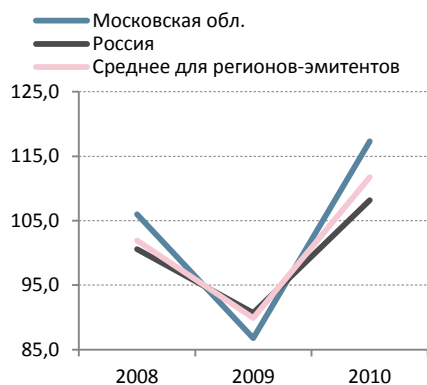
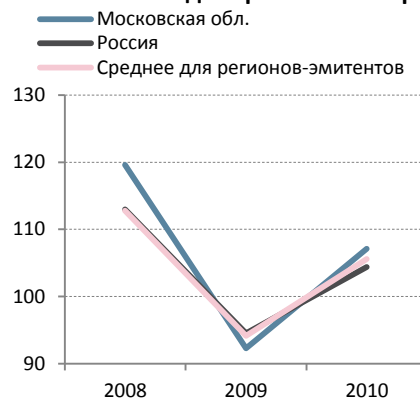


График 31. Региональный индекс розничной торговли, %



Источник: Росстат

График 32. Динамика бюджетных доходов и расходов, млн руб., (п) - планируемые

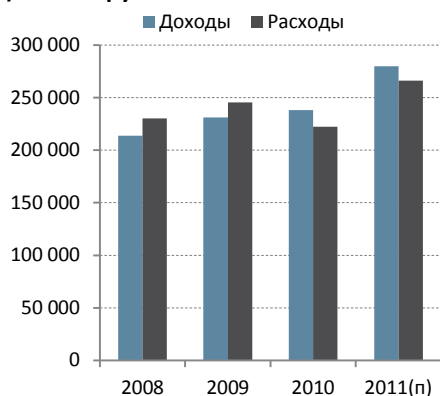
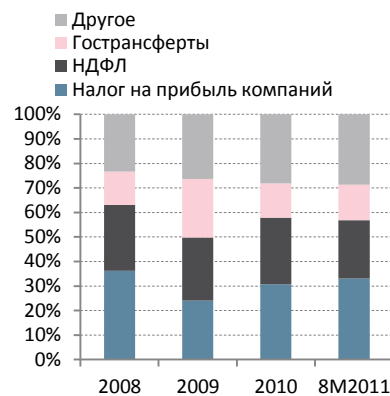


График 33. Структура бюджетных доходов, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

### Бюджет и долг

После Москвы и Ханты-Мансийского автономного округа Московская область располагает самыми большими доходами среди российских регионов; ранее она обладала наивысшей степенью финансовой независимости. Однако в результате вышеупомянутых злоупотреблений значительная часть бюджета региона стала обеспечением его раздутого долга. Факты нарушений были обнаружены в 2008 г., когда наступили сроки платежей по большому объему долговых обязательств. Регион был вынужден обратиться к федеральному правительству за помощью. Учитывая то, что значительная часть долга области обращалась на открытом рынке, и опасаясь потенциально плохой реакции отечественных и зарубежных инвесторов в случае невыполнения обязательств, власти приняли решение оказать помощь региону. В 2009 г. доля федеральных трансфертов в бюджете области резко увеличилась, как и доля бюджетных кредитов в структуре долговых обязательств. В результате, в 2009 г. доходы региона выросли (несмотря на сокращение поступлений от налога на прибыль), в отличие от многих других субъектов федерации.

После получения областью помощи федерального центра качество управления региональными финансами существенно улучшилось. В 2010 г. восстановились поступления от налога на прибыль, федеральные трансферты сократились, а региональный бюджет был сведен с профицитом. Этот позитивный тренд сохранился и в 2011 г.

В 2008-2009 гг. относительная долговая нагрузка области была одной из наиболее высоких среди российских регионов – она приближалась к потолку, установленному Бюджетным кодексом (100% доходов без учета трансфертов). В 2009 г. крупный объем публичных долговых обязательств был заменен на бюджетные кредиты и кредиты банков, принадлежащих государству. В 2010 г. следующей задачей стало сокращение

Таблица 11. Облигации в обращении

Серия	Объем, млрд руб.	Дата погашения	A1	Репо
26007	16,0	16.04.14	+	+
34008	19,0	11.06.13	-	+
34009	33,0	15.03.12	-	+

Источники: CBonds, региональная администрация



общего объема долга. Рост доходов и бюджетный профицит в 2010-2011 гг. позволят региону уменьшить свою долговую нагрузку до вполне приемлемого уровня – около 47% доходов без учета трансфертов.

### Рынок облигаций

Московская область обратилась к публичному рынку долговых обязательств в мае 2004 г. и осуществила девять выпусков бондов. В настоящее время в обращении находятся три выпуска.

График 34. Изменение размера долга

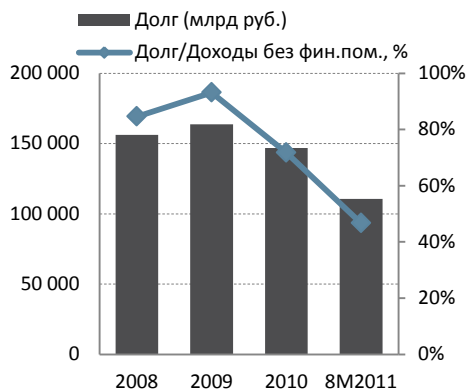
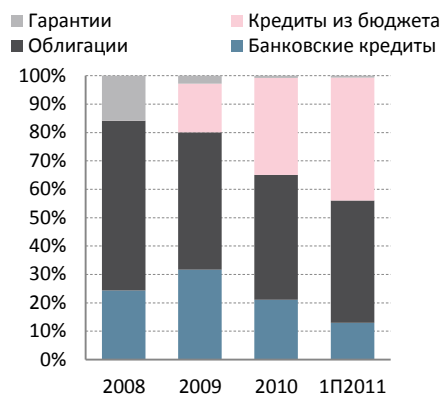


График 35. Структура долга, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

### Основные показатели

Место в рейтинге Атона: 6-ое  
Кредитный рейтинг (M/S/F): -/BB/-  
ВРП: 823,8 млрд руб.  
Население: 4 393 797  
Сайт областной администрации:  
www.midural.ru  
Сайт финансового органа:  
minfin.midural.ru

Таблица 12. Основные компании области

Название	Выручка, млрд руб.	Активы, млрд руб.
ОАО СУАЛ	95,2	67,5
ООО УГМК – Холдинг	93,2	56,0
ОАО Евраз НТМК	83,9	118,0
ЗАО ТД Уралтрубосталь	64,1	13,1
ОАО Энел ОГК-5	57,0	83,2
ОАО МРСК Урала	49,8	44,5

Источник: БИР-Аналитик-ПРАЙМ

## Свердловская область

### Плюсы

- **Высокоразвитая экономика**
- **Предприятия крупнейших металлургических компаний России**
- **Низкая долговая нагрузка**

### Минусы

- **Зависимость от цен на металлы**

### Экономика и политика

ВРП региона весьма значителен – 823,8 млрд руб., в то время как ВРП на душу населения составляет 187,5 тыс. руб., что близко к среднему уровню по стране. Обрабатывающая промышленность и услуги обеспечивают существенный вклад в ВРП региона. Также стоит отметить сферы торговли, недвижимости, транспорта и коммуникаций.

#### Крупнейшие предприятия по размерам выручки:

- ОАО СУАЛ – часть крупнейшего производителя алюминия в мире UC RUSAL, контролируемого Олегом Дерипаской
- ООО УГМК-Холдинг – холдинговая компания вертикально интегрированного горнодобывающего и металлургического конгломерата, контролируемого Искандером Махмудовым
- ОАО Евраз НТМК – металлургический завод, принадлежащий Evraz Group, контролируемой Романом Абрамовичем и Александром Абрамовым
- ЗАО ТД Уралтрубосталь – дистрибьютор продукции Группы ЧТПЗ, принадлежащий ей же; Группа контролируется Андреем Комаровым
- ОАО Энел ОГК-5 – одна из лидирующих генерирующих компаний в России, контролируемая Enel, крупнейшей итальянской энергетической корпорацией
- ОАО МРСК Урала – сетевая компания, обслуживающая Уральский регион и контролируемая государством через Холдинг МРСК

С 1999 по 2008 г. региональный индекс производства был выше среднероссийского. В 2008 г. он упал сильнее, чем в большинстве других регионов; в 2009 г. негативная динамика сохранилась. Впрочем, в 2010 г. восстановление шло быстрее, чем в среднем по стране. Региональный индекс производства составил по итогам восьми месяцев 2011 г. 109,4% по сравнению с предыдущим годом, индекс производства обрабатывающей промышленности – 111,9%. В торговой сфере в 2008-2009 гг. региональная динамика соответствовала средней по стране, а в 2011 г. оказалась лучше среднероссийского уровня. Индекс розничной торговли за восемь месяцев 2011 г. составил 110,3%.

Александр Мишарин был назначен губернатором Свердловской области в ноябре 2009 г. Его первый срок на данном посту закончится в 2014 г. Ранее А.Мишарин работал в структурах РЖД и был заместителем министра транспорта РФ. На последних выборах в Государственную Думу “Единая Россия” получила в регионе 33% голосов.

График 36. Структура ВРП, %



Источник: Росстат

График 37. Региональный индекс производства, %

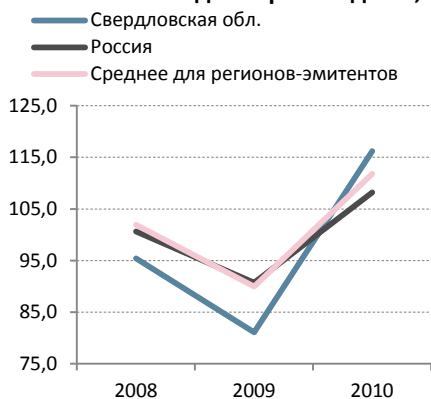
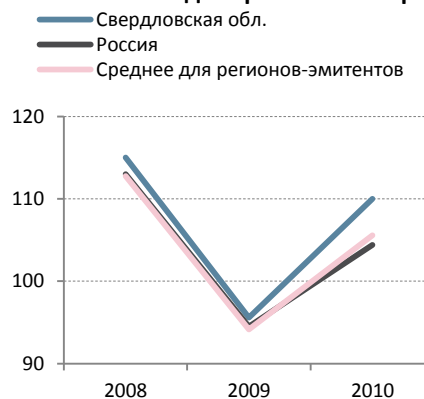


График 38. Региональный индекс розничной торговли, %

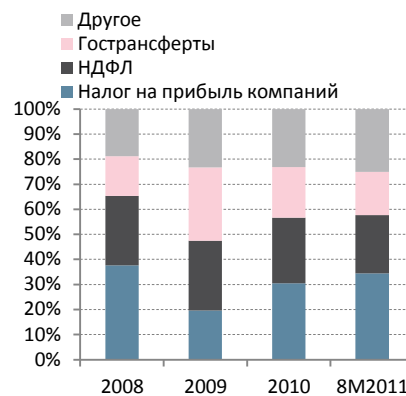


Источник: Росстат

График 39. Динамика бюджетных доходов и расходов, млн руб., (п) - планируемые



График 40. Структура бюджетных доходов, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

### Бюджет и долг

Доходы Свердловской области являются одними из наиболее высоких среди регионов России, а доля трансфертов из федерального бюджета в этих доходах достаточно низка (около 17%). В 2008 г. поступления от налога на прибыль компаний обеспечили наибольшую долю доходов регионального бюджета – около 40%. В 2009 г. эти поступления сократились вдвое – их доля уменьшилась до 20%, в то время как уменьшение поступлений от подоходного налога было умеренным, и он стал крупнейшим источником региональных доходов. В результате, вмешалось государство, практически удвоив трансферты по сравнению с уровнем 2008 г. Это, впрочем, не предотвратило сокращения общих доходов области – в 2009 г. они были на 13% ниже, чем годом ранее. В 2010 г. доходы бюджета региона вернулись к уровням 2008 г. благодаря увеличению поступлений от налога на прибыль корпораций и сохранению объема трансфертов на сравнительно высоком уровне.

**Бюджет области хорошо сбалансирован: даже если появляется дефицит, он невелик, а в 2010 г. был зафиксирован профицит.** На 2011 г. запланирован дефицит в размере 11% собственных доходов, хотя по итогам первых восьми месяцев года был достигнут профицит аналогичного размера.

**Благоразумная финансовая политика региона – причина его низкого долгового бремени.** В 2008 г. оно было эквивалентно лишь 2% собственных доходов и полностью состояло из условных обязательств (гарантий). В ходе кризиса регион расширил гарантии в целях поддержки своей экономики, а федеральное правительство предоставило ему дешевые бюджетные кредиты. В результате, долговая нагрузка области увеличилась до 10% собственных доходов, что по-прежнему весьма немного. В 2010-11 г. темп роста доходов превзошел темп увеличения долговых обязательств, таким образом, долговая нагрузка сократилась примерно до 9%.

Таблица 13. Облигации в обращении

Серия	Объем, млрд руб.	Дата погашения	A1	Репо
34001	3,0	11.12.16	-	-

Источники: CBonds, региональная администрация

## Рынок облигаций

Регион впервые обратился к публичному рынку долговых обязательств только в декабре 2011 г.: был успешно размещен выпуск бумаг объемом 3 млрд руб.

График 41. Изменение размера долга

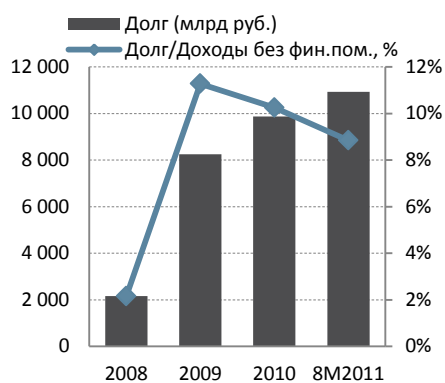
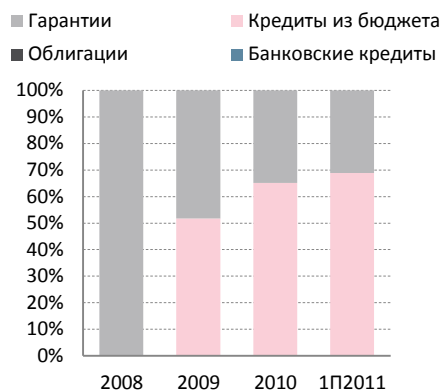


График 42. Структура долга, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

## Основные показатели

Место в рейтинге Атона: 7-ое

Кредитный рейтинг (M/S/F):

Ba2/BB+/BB+

ВРП: 748,5 млрд руб.

Население: 2 893 926

Сайт краевой администрации:

[www.krskstate.ru](http://www.krskstate.ru)

Сайт финансового органа:

[www.krskstate.ru/finance](http://www.krskstate.ru/finance)

Таблица 14. Основные компании края

Название	Выручка, млрд руб.	Активы, млрд руб.
ОАО Норильский никель	298,8	642,5
ЗАО Ванкорнефть	207,2	298,1
ОАО РусГидро	89,0	551,3
ОАО МРСК Сибири	43,4	45,8
ОАО РУСАЛ Красноярск	38,0	64,6
ЗАО Полюс	36,4	120,7

Источник: БИР-Аналитик-ПРАЙМ

График 43. Структура ВРП, %



Источник: Росстат

## Красноярский край

### Плюсы

- **Обширные природные ресурсы**
- **Высокоразвитая промышленность**
- **Системные предприятия национального значения**
- **Низкая долговая нагрузка**

### Минусы

- **Зависимость от мирового рынка природных ресурсов**
- **Резкий рост запланированных расходов**

### Экономика и политика

ВРП Красноярского края является одним из наиболее значительных в России: **258,8 тыс. руб. на душу населения – один из высочайших показателей в стране.** Регион располагает высокоразвитой промышленностью – доля обрабатывающей промышленности в ВРП превышает 30%. Красноярский край богат природными ресурсами: добывающая промышленность обеспечивает около 8% ВРП. Среди важнейших ресурсов края – уголь (около 70% российских запасов), нефть и газ, платина, медь и золото (регион является крупнейшим производителем золота в России).

### Крупнейшие компании по объему выручки:

- ОАО ГМК Норильский никель – крупнейший в мире производитель никеля и палладия, один из ведущих производителей меди и платины. Контролируется Интерросом Владимира Потанина и UC RUSAL Олега Дерипаски.
- ОАО РусГидро – крупнейший производитель электроэнергии в России, контролируется государством
- ОАО МРСК Сибири – крупнейшая компания, занимающаяся распределением электроэнергии в Сибирском федеральном округе; контролируется государством через Холдинг МРСК
- ЗАО Ванкорнефть – нефтедобывающая компания, принадлежащая контролируемой государством Роснефти
- ОАО РУСАЛ Красноярский алюминиевый завод – принадлежит UC RUSAL
- ЗАО Полюс – часть Полюс Золота, лидирующей золотодобывающей компании в России, контролируемой Нафта Москва Сулеймана Керимова и Группой ОНЭКСИМ Михаила Прохорова

**Региональная экономика продемонстрировала высокую степень устойчивости в условиях кризиса.** В сложном 2009 г. производство в крае сократилось меньше, чем в среднем по стране. В 2010 г. рост производства составил 105,1%. Динамика торговой отрасли в целом соответствует среднероссийским результатам (темпы роста, падения и восстановления в 2008-2010 гг. были близкими). В первом полугодии 2011 г. позитивная динамика в промышленном секторе сохранилась: добывающая отрасль выросла на 11,6% в годовом сопоставлении, а машиностроение и производство оборудования – на 19,2%.

Лев Кузнецов был назначен на пост губернатора Красноярского края в феврале 2010 г., его срок закончится в феврале 2015 г. Он работал в региональной администрации с 2001 г. и ранее был первым заместителем предыдущего губернатора, Александра Хлопонина (который ныне является представителем президента в Северо-Кавказском федеральном округе). На последних выборах в Государственную Думу “Единая Россия” получила в регионе 37% голосов.

График 44. Региональный индекс производства, %

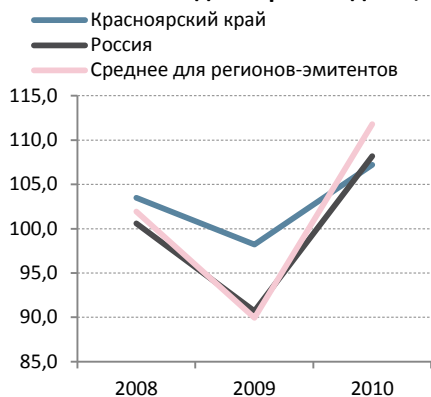
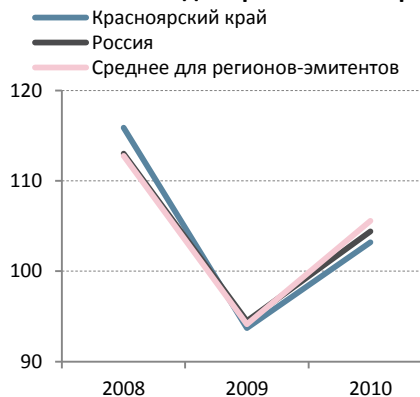


График 45. Региональный индекс розничной торговли, %



Источник: Росстат

График 46. Динамика бюджетных доходов и расходов, млн руб., (п) - планируемые

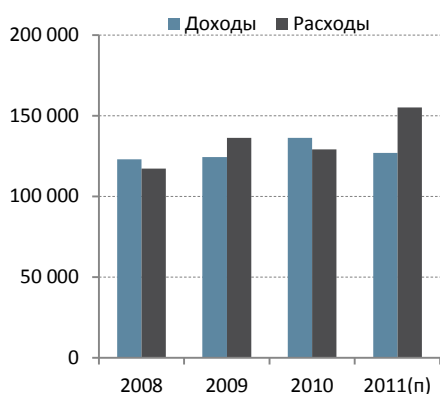
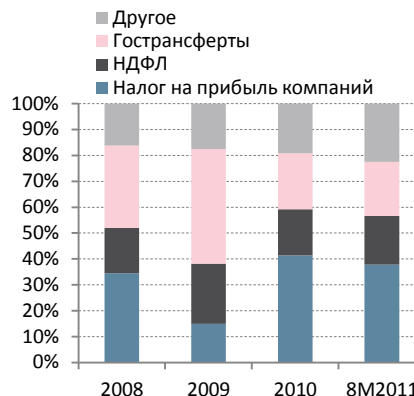


График 47. Структура бюджетных доходов, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

### Бюджет и долг

**Доходы региона являются одними из наиболее высоких в России, причем около 80% обеспечивают внутренние источники – таким образом, сохраняется высокая степень финансовой независимости.** Поступления от налога на прибыль корпораций дают наибольшую долю доходов – около 40%. Экономика региона тесно связана с его природными ресурсами, в результате чего поступления от налога на прибыль корпораций сравнительно волатильны: в 2009 г. их доля в доходах региона опустилась существенно ниже 20%, но в 2010 г. повышение цен на сырье привело к росту этой доли до более 40%.

**Совокупные доходы бюджета растут не особенно быстро, хотя уровень бюджетной самодостаточности существенно улучшился.** В 2010 г. федеральные трансферты были радикально сокращены по сравнению с 2009 г. В 2010 г. это было компенсировано ростом собственных доходов. Бюджет-2011 предполагает уменьшение бюджетных доходов на 7%. В 2011 г. было запланировано увеличение расходов на 20%, что теоретически должно было привести к превращению бюджетного профицита в дефицит. Так или иначе, исполнение бюджета за восемь месяцев 2011 г. выглядит хорошо: собрано 70% от запланированного на год объема доходов, так что по итогам года возможен значительный профицит.

**Долговая нагрузка региона до кризиса была незначительной.** В 2009 г. она резко возросла, но в целом осталась на низком уровне. Сейчас сформировался четкий нисходящий тренд. Регион полагается по преимуществу на рынок облигаций и не брал каких-либо кредитов у банков. В 2010 г. выросла доля кредитов федерального бюджета. Традиционно крупная доля долга региона – это гарантии по кредитам социально важных предприятий.

Таблица 15. Облигации в обращении

Серия	Объем, млрд руб.	Дата погашения	A1	Репо
34004	10,2	08.11.12	-	+
34005	9,0	29.11.16	-	-

Источники: CBonds, региональная администрация

## Рынок облигаций

Красноярский край – хорошо известный эмитент на рынке бондов. Первое размещение было проведено в декабре 2003 г. Всего было сделано пять выпусков бондов, из которых в настоящее время в обращении находятся два.

График 48. Изменение размера долга

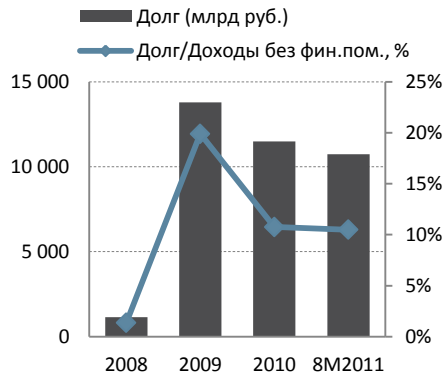
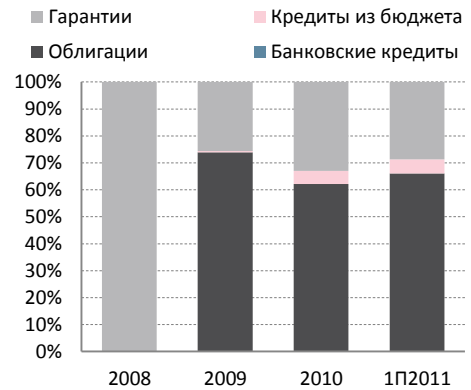


График 49. Структура долга, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

## Основные показатели

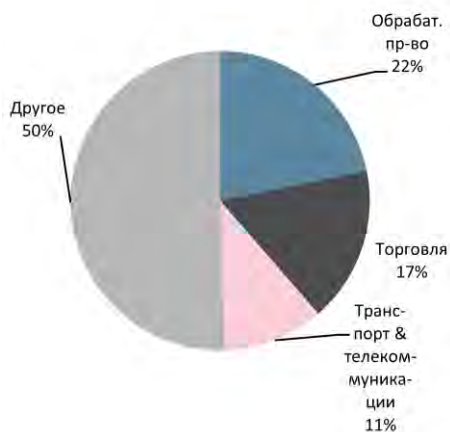
Место в рейтинге Атона: 8-ое  
Кредитный рейтинг (M/S/F): Ba1/BB+/-  
ВРП: 645,5 млрд руб.  
Население: 4 065 993  
Сайт правительства республики:  
www.bashkortostan.ru/index.php  
Сайт финансового органа:  
minfinrb.bashkortostan.ru

Таблица 16. Основные компании республики

Название	Выручка, млрд руб.	Активы, млрд руб.
ОАО Башнефть	353,6	257,7
ОАО Газпром нефтехим Салават	110,9	75,1
ОАО Башкирэнерго	73,5	43,2
ООО Газпром межрегионгаз Уфа	40,0	5,0
ЛУКОЙЛ Уралнефтепродукт	33,3	8,2
ООО Башкирская генерирующая компания	29,3	22,6
ОАО Уралсибнефтепровод	28,1	58,3

Источник: БИР-Аналитик-ПРАЙМ

График 50. Структура ВРП, %



Источник: Росстат

## Республика Башкортостан

### Плюсы

- Хорошо диверсифицированная экономика
- Высокоразвитая промышленность
- Улучшившиеся отношения с федеральным центром
- Низкая долговая нагрузка

### Минусы

- Слабая динамика налоговых поступлений

### Экономика и политика

ВРП региона является одним из самых больших в России. ВРП на душу населения составляет 158,9 тыс. руб., что несколько ниже среднероссийского уровня. Экономика региона хорошо диверсифицирована: значительные доли обрабатывающей промышленности, торговли и транспорта, телекоммуникационной сферы. Добывающая отрасль (прежде всего нефтегазовая) и сельское хозяйство находятся на втором плане, но также значимы. Хотя нефтегазовая отрасль обеспечивает не слишком крупную долю ВРП, она играет важнейшую роль в финансовых результатах компаний региона.

#### Крупнейшие компании по размеру выручки:

- ОАО АНК Башнефть – крупный российский производитель нефти с наиболее современными перерабатывающими мощностями. Контролируется АФК Система.
- ОАО Газпром нефтехим Салават – одна из крупнейших нефтехимических компаний в России, контролируется Газпромом
- ОАО Башкирэнерго – холдинговая структура одной из немногих вертикально интегрированных энергетических компаний в России, сочетающих производство, сети и распределение электроэнергии. Контролируется АФК Система.
- ООО Газпром межрегионгаз Уфа – региональное подразделение компании, занимающейся розничной торговлей природным газом. Принадлежит контролируемому государством монополисту - Газпрому.
- ООО Башкирская генерирующая компания – генерирующий актив ОАО Башкирэнерго, выделенный в отдельную компанию согласно требованиям законодательства
- ООО ЛУКОЙЛ-Уралнефтепродукт – оператор розничной сети АЗС в восьми российских регионах; контролируется ЛУКОЙЛом
- ОАО УралСибНефтепродукт – компания, занимающаяся транспортировкой нефти с операциями в шести регионах России. Входит в состав контролируемой государством монополии Транснефть.

**В последние три года производство в регионе росло быстрее, чем в среднем по стране.** Это верно и для торговли. В 2011 г. позитивный тренд сохранился. В первые восемь месяцев 2011 г. индекс производства составил 109,4%, розничной торговли – 105,3%.

Президент Башкортостана Рустэм Хамитов – пример нового поколения региональных лидеров. Он был назначен исполняющим обязанности президента республики 15 июля 2010 г., а 19 июля последовало одобрение его кандидатуры Курултаем Башкортостана; его срок истекает в июле 2015 г. Ранее Р.Хамитов работал в структурах федерального правительства, а также в принадлежащей государству компании РусГидро. Поэтому мы предполагаем, что его отношения с федеральным центром лучше, чем у предыдущих лидеров республики. На последних выборах в Государственную Думу “Единая Россия” получила в Башкортостане 71% голосов.



График 51. Региональный индекс производства, %

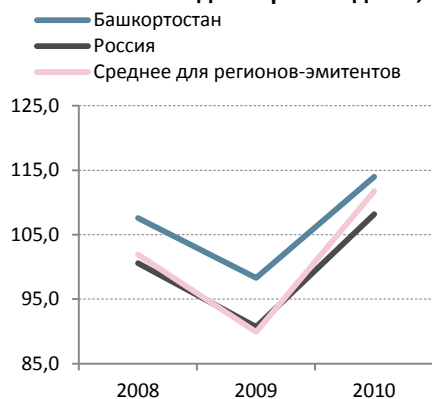
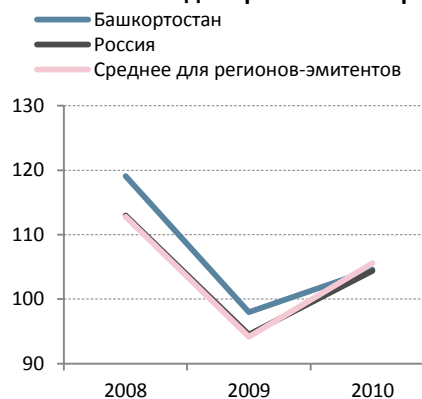


График 52. Региональный индекс розничной торговли, %



Источник: Росстат

График 53. Динамика бюджетных доходов и расходов, млн руб., (п) - планируемые

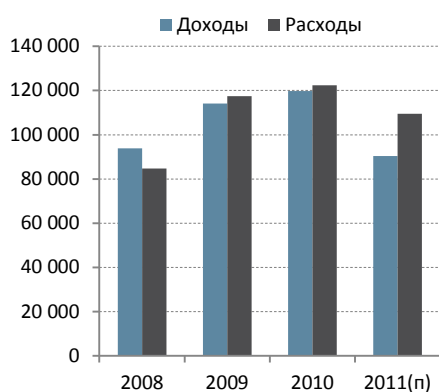
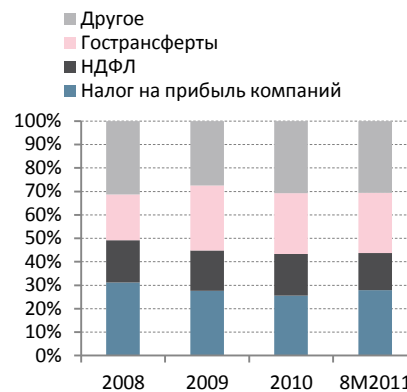


График 54. Структура бюджетных доходов, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

### Бюджет и долг

**Доходы региона значительны, однако он сохраняет довольно высокую степень финансовой самостоятельности: около 74% доходов поступает из собственных источников.** Налог на прибыль корпораций обеспечивает около 30% общих доходов бюджета и является крупнейшей доходной статьей. В 2009 г., несмотря на экономический кризис, объем поступлений от этого налога сократился лишь на 12%, в то время как федеральное правительство увеличило свою помощь на 40%. В результате, в отличие от большинства российских регионов, в Башкортостане в 2009 г. был зафиксирован значительный рост доходов. В 2010 г. он был не таким внушительным. Бюджет- 2011 предполагает сокращение доходов примерно на 25%. Мы полагаем, что этот прогноз слишком консервативен: за восемь месяцев 2011 г. было получено 80% запланированных на год поступлений – возможно, по итогам 2011 г. доходы даже вырастут.

**Бюджет региона хорошо сбалансирован; в 2009-2010 гг. дефицит был минимальным.** Бюджет-2011 предполагал значительный дефицит по итогам года, однако реальность выглядит куда лучше: за восемь месяцев наблюдается профицит в размере 21% собственных доходов.

**Долговая нагрузка республики очень низкая.** В 2009-2010 гг. она выросла, но по преимуществу за счет кредитов федерального бюджета. Из наших бесед с представителями финансовых ведомств различных регионов следует, что такие кредиты подчас наращивались не в силу экономической необходимости, но в качестве моральной поддержки. В случае Башкортостана эти кредиты могли быть демонстрацией поддержки нового президента. Регион заменил свои бонды, находившиеся в обращении, на такие кредиты, а в 2011 г. продолжил выплаты по банковским кредитам.

Это привело к сокращению долгового бремени даже в абсолютных цифрах. В относительных цифрах оно остается на невысоком уровне 15% собственных доходов.

### Рынок облигаций

Регион известен участникам рынка бондов. Первое размещение было проведено в декабре 2002 г., а всего состоялось шесть выпусков долговых обязательств. В настоящее время в обращении нет бондов Башкортостана, однако в 2011 г. был выбран организатор нового выпуска объемом 3 млрд руб., но он не был размещен.

График 55. Изменение размера долга

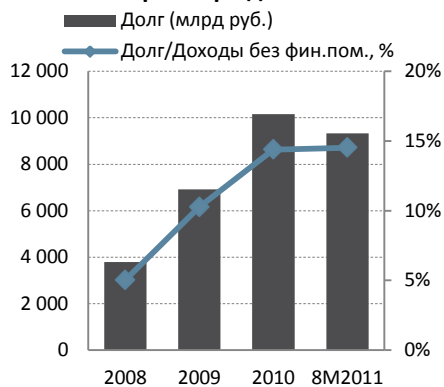
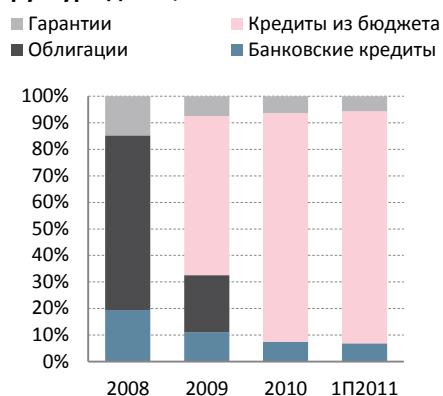


График 56. Структура долга, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

## Основные показатели

Место в рейтинге Атона: 9-ое

Кредитный рейтинг (M/S/F): - /BB/-

ВРП: 455,5 млрд руб.

Население: 2 502 691

Сайт областной администрации:

www.irkobl.ru

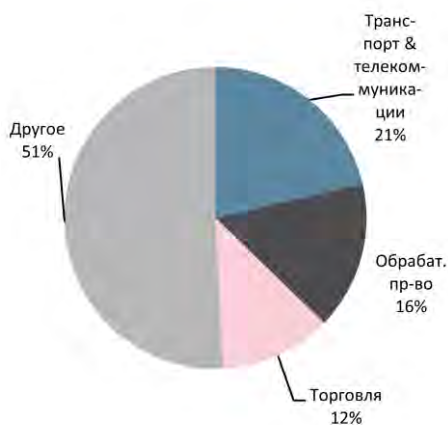
Сайт финансового органа: www.gfu.ru

Таблица 17. Основные компании области

Название	Выручка, млрд руб.	Активы, млрд руб.
ООО Востокнефтепровод	91,0	442,9
ОАО Иркутскэнерго	52,4	70,2
ООО Русал Братск	29,1	46,3
ЗАО Иркутскнефтепродукт	21,5	3,0
ООО Иркутскэнергосбыт	20,3	2,3

Источник: БИР-Аналитик-ПРАЙМ

График 57. Структура ВРП, %



Источник: Росстат

## Иркутская область

### Плюсы

- Хорошая динамика доходов
- Сильная правительственная поддержка
- Системные предприятия национального значения
- Низкая долговая нагрузка

### Минусы

- Высокая концентрация налогоплательщиков, контролируемых Олегом Дерипаской

### Экономика и политика

ВРП региона довольно велик – 455,5 млрд руб., что существенно выше среднероссийского значения – 417,7 млрд руб. ВРП на душу населения составляет 181,9 тыс. руб., в то время как среднее значение по России – 194,3 тыс. руб. Регион располагает значительными природными ресурсами (это прежде всего золото, железная руда и уголь), однако добывающая промышленность не является доминирующей в структуре ВРП: ее доля составляет лишь немногим более 5%. Большая доля ВРП приходится на услуги – прежде всего, транспорт, телекоммуникации и торговлю. На территории региона есть две важнейших железных дороги – Транссибирская и БАМ. Один из важнейших российских трубопроводов, Восточная Сибирь-Тихий океан, начинается на территории области. Транспортную инфраструктуру дополняют реки Ангара и Лена.

### Крупнейшие компании по размеру выручки:

- ООО Востокнефтепровод – оператор трубопровода Восточная Сибирь-Тихий океан. Принадлежит государственной трубопроводной монополии Транснефть.
- ОАО Иркутскэнерго – один из крупнейших производителей электроэнергии в России, контролируемый ОАО ЕвроСибЭнерго Олега Дерипаски
- ОАО РУСАЛ Братский алюминиевый завод – крупнейший алюминиевый завод в России, входит в UC RUSAL Олега Дерипаски
- ЗАО Иркутскнефтепродукт – компания занимается розничной торговлей нефтью и нефтепродуктами, контролируется принадлежащей государству Роснефтью
- ООО Иркутскэнергосбыт – компания занимается сбытом электроэнергии и контролируется ОАО ЕвроСибЭнерго Олега Дерипаски

### Производственный индекс региона в 2008-2010 гг. был выше, чем в среднем по стране.

О торговле того же сказать нельзя – ее динамика отставала от средних значений по России до 2009 г., а в 2010 г. индекс розничной торговли продолжал понижаться, в то время как в целом по стране наблюдалось восстановление этой сферы. В первые восемь месяцев 2011 г. Региональный индекс производства составил 108,9%, а индекс розничной торговли – всего 101,1%.

Глава Иркутской области Дмитрий Мезенцев относится к новому поколению губернаторов, назначенных президентом России Дмитрием Медведевым. Его срок начался 8 июня 2009 г., а завершится он в июне 2014 г. Ранее Д.Мезенцев работал заместителем главы Совета Федерации. На последних выборах в Государственную Думу “Единая Россия” получила в регионе 35% голосов.

График 58. Региональный индекс производства, %

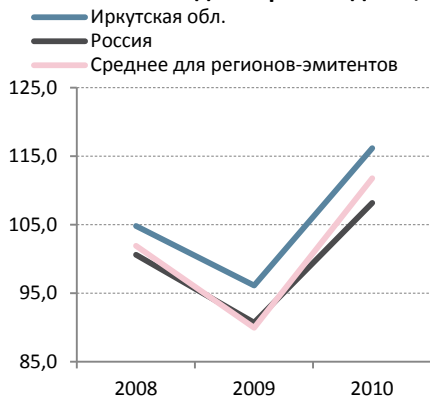
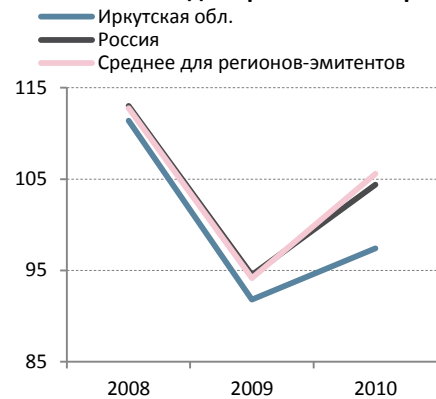


График 59. Региональный индекс розничной торговли, %



Источник: Росстат

График 60. Динамика бюджетных доходов и расходов, млн руб., (п) - планируемые

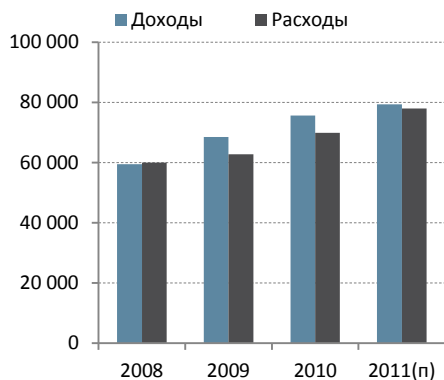
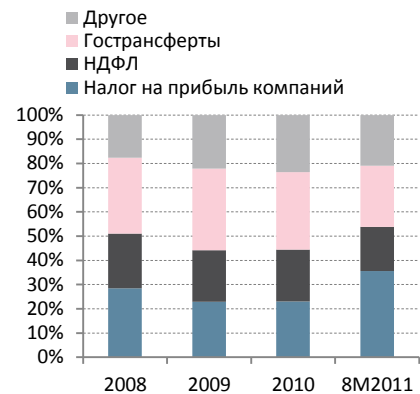


График 61. Структура бюджетных доходов, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

### Бюджет и долг

Доходы бюджета региона довольно велики: за восемь месяцев 2011 г. они составили 59,8 млрд руб. против 57,3 млрд руб. в среднем для российских регионов-эмитентов (без учета Москвы). Около 75% доходов поступает из собственных источников. Наиболее значительные доли в доходах бюджета области приходятся на поступления от налога на прибыль корпораций и трансферты федерального центра.

**Иркутская область – один из немногих регионов, чьи доходы не сократились в ходе кризиса; это также пример региона, получившего значительную государственную помощь.** Хотя сокращение поступлений от налога на прибыль корпораций составило лишь 7%, а поступления от подоходного налога увеличились на 8%, федеральное правительство увеличило свою помощь региону на 24% в годовом сопоставлении. В результате, в 2009 г. доходы области выросли на 15%. В 2010 г. благодаря восстановлению экономики началось повышение поступлений от налога на прибыль корпораций и подоходного налога, однако федеральные трансферты не сократились, но даже немного увеличились. В итоге, совокупный доход областного бюджета вырос на 10,5% в годовом сопоставлении. В 2011 г. ожидалось продолжение роста доходов.

**Что важно, в течение периода роста доходов регион аккуратно контролировал свои расходы, и в 2009-2011 гг. был зафиксирован бюджетный профицит.** Это позволило добиться значительного сокращения долгового бремени: с 30% собственных доходов в 2008 г. до 9% к концу августа 2011 г. В абсолютном выражении долг также сократился: с примерно 13 млрд руб. до 5,2 млрд руб. Бонды области, находившиеся в обращении, были постепенно погашены, а последний банковский кредит был выплачен в 2009 г. Это стало возможным благодаря не только бюджетному профициту, но и дешевым кредитам федерального бюджета.

Таблица 18. Облигации в обращении

Серия	Объем, млрд руб.	Дата погашения	A1	Репо
31006	3,8	22.11.12	-	+
31007	1,6	25.12.11	-	+

Источники: CBonds, региональная администрация

## Рынок облигаций

Бумаги региона хорошо известны на рынке бондов. Первое размещение Иркутская область провела в сентябре 2002 г., а всего ею было выпущено 19 бондов. В настоящее время в обращении находятся два выпуска.

График 62. Изменение размера долга

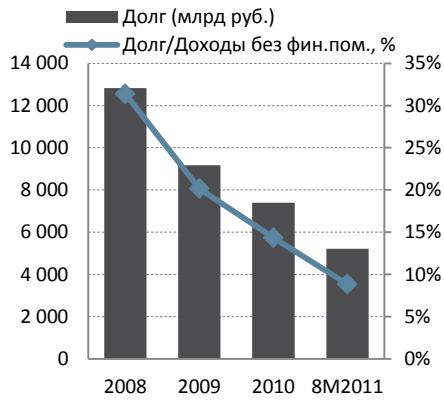
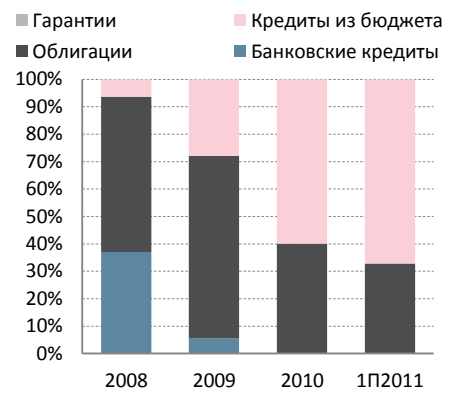


График 63. Структура долга, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

## Основные показатели

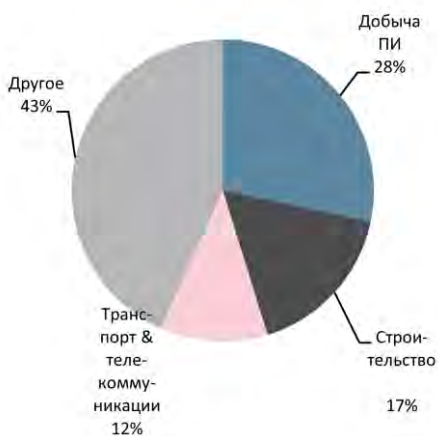
Место в рейтинге Атона: 10-ое  
Кредитный рейтинг (M/S/F): - /BB/BB+  
ВРП: 329,7 млрд руб.  
Население: 949 347  
Сайт правительства республики:  
www.sakha.gov.ru  
Сайт финансового органа:  
www.sakha.gov.ru/minfin

Таблица 19. Основные компании региона

Название	Выручка, млрд руб.	Активы, млрд руб.
ОАО АЛРОСА	96,8	282,3
ОАО ДГК	45,1	62,4
ОАО ХК Якутуголь	24,2	77,7
ОАО РИК	22,0	53,9
ОАО Якутскэнерго	20,5	27,6

Источник: БИР-Аналитик-ПРАЙМ

График 64. Структура ВРП, %



Источник: Росстат

## Республика Саха

### Плюсы

- Значительные запасы природных ресурсов
- Большой бюджет с положительной динамикой
- В расходах бюджета велика доля капиталовложений

### Минусы

- Низкая независимость бюджетных доходов
- Зависимость от мирового рынка природных ресурсов
- Недостаток инфраструктуры

### Экономика и политика

ВРП региона (417,7 млрд руб.) несколько уступает среднему значению по России, однако ВРП на душу населения (347,2 тыс. руб.) является одним из самых высоких в стране. Наиболее важен вклад в ВРП добывающей промышленности. Также значительна доля строительства ввиду инвестиций в разведку нефтяных и газовых месторождений, а также в строительство нефтепровода Восточная Сибирь-Тихий океан. Республика Саха богата природными ресурсами, в том числе алмазами, нефтью и газом. Регион отличается удаленностью от федерального центра, суровым климатом, недостатком инфраструктуры – это серьезные препятствия для разведки и разработки природных ископаемых.

#### Крупнейшие компании по размеру выручки:

- АК АЛРОСА (ОАО) – крупнейший в России производитель алмазов, контролируемый государством
- ОАО ДГК – компания, генерирующая электроэнергию и обеспечивающая ею значительную часть Дальневосточного федерального округа. Контролируется принадлежащей государству РусГидро.
- ОАО ХК Якутуголь – крупный производитель угля, принадлежит ОАО Мечел-Майнинг
- ОАО РИК – инвестиционная компания Республики Саха, занимающаяся развитием региона
- ОАО АК Якутскэнерго – небольшая интегрированная энергетическая компания, работающая в центральной части региона. Входит в контролируемое государством ОАО РАО Энергетические системы Востока

Производство в регионе сильно сократилось в 2008 и 2009 гг., однако в 2010 г. его восстановление было более быстрым, чем в среднем по стране. Торговля, роль которой в ВРП в 2009 г. была ограниченной, сохраняет положительную динамику.

Президент Республики Саха Егор Борисов занимает этот пост с 17 июня 2010 г., а заканчивается его срок в июне 2015 г. Вся его карьера связана с регионом – до своей нынешней должности он был высокопоставленным чиновником в правительстве республики. На последних выборах в Государственную Думу “Единая Россия” получила в Республике Саха 49% голосов.

График 65. Региональный индекс производства, %

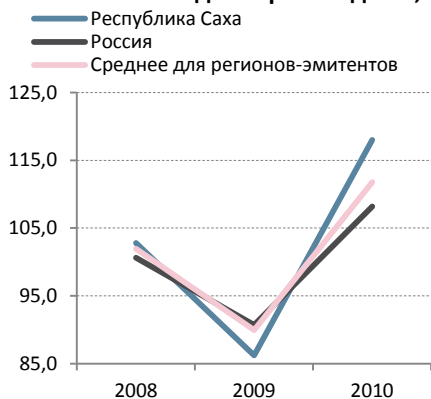
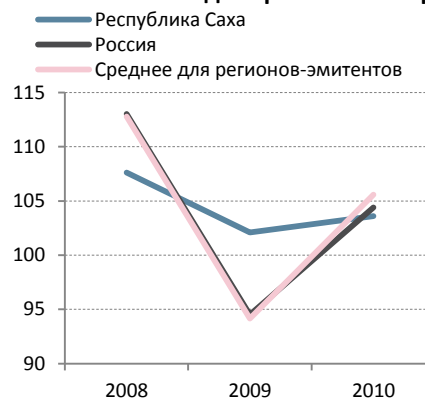


График 66. Региональный индекс розничной торговли, %



Источник: Росстат

График 67. Динамика бюджетных доходов и расходов, млн руб., (п) - планируемые

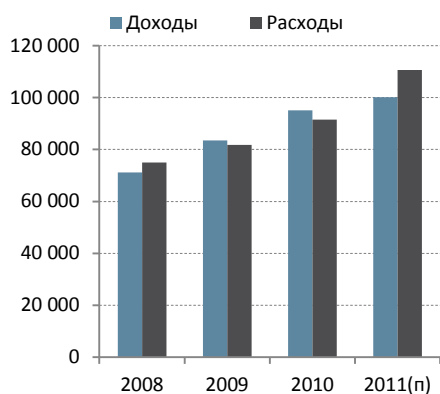
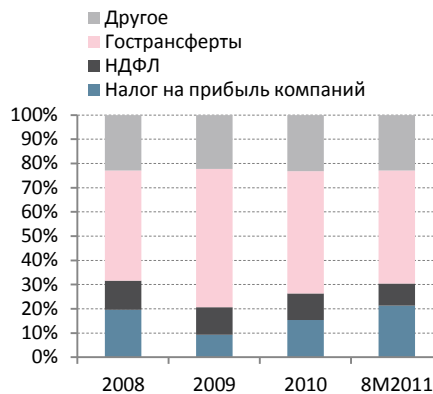


График 68. Структура бюджетных доходов, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

### Бюджет и долг

Доходы регионального бюджета значительны – за восемь месяцев 2011 г. они составили 77,9 млрд руб., в то время как среднее значение для регионов-эмитентов (без учета Москвы) – 57,3 млрд руб. Наиболее велика среди источников доходов доля трансфертов из федерального бюджета. Совокупная доля налога на прибыль корпораций и подоходного налога в доходах республики составила по итогам восьми месяцев 2011 г. лишь 30%.

В 2009 г. республика пережила падение поступлений от налога на прибыль корпораций на 44%. Однако это падение было компенсировано увеличением федеральных трансфертов на 48%, а так как эти трансферты обладают более высокой долей в структуре доходов республики, совокупные доходы региона увеличились на 17% в годовом сопоставлении. В 2010 г. объем федеральных трансфертов остался на том же уровне, что и в 2009 г., к тому же началось восстановление поступлений от налога на прибыль корпораций. В результате, доходы региона продолжили расти (+14%). В бюджете-2011 заложено повышение доходов еще на 5%, в то время как по итогам восьми месяцев этого года поступления от налога на прибыль корпораций уже превысили объем этих поступлений за 2010 г. целиком.

Таблица 20. Облигации в обращении

Серия	Объем, млрд руб.	Дата погашения	A1	Репо
35001	2,5	11.04.13	+	+
35002	2,5	17.04.14	+	+
34004	2,0	19.09.13	+	+
35003	2,5	20.05.16	-	+

Источники: CBonds, региональная администрация

В 2009-2010 гг. бюджет региона был сведен с профицитом; ожидалось, что в 2011 г. он будет дефицитным, однако последние данные позволяют нам предполагать, что и в минувшем году доходы по-прежнему превышали расходы. Долг Республики Саха в абсолютных цифрах остается примерно на том же уровне, что и до кризиса. Если мы будем оценивать только прямые долговые обязательства (без гарантий), то они окажутся несколько меньше, чем в период до 2008 г. В относительных цифрах долговая нагрузка довольно-таки волатильна, оставаясь на высоком уровне, так как она рассчитывается в сравнении с доходами без учета федеральных трансфертов. Отметим, что в последние

несколько лет объем предоставленных гарантий быстро возростал: за восемь месяцев 2011 г. были предоставлены гарантии на 7,6 млрд руб.

### Рынок облигаций

Впервые Республика Саха обратилась к долговому рынку в октябре 2002 г., а всего она реализовала десять выпусков бондов. В настоящее время в обращении находятся бумаги четырех выпусков.

График 69. Изменение размера долга

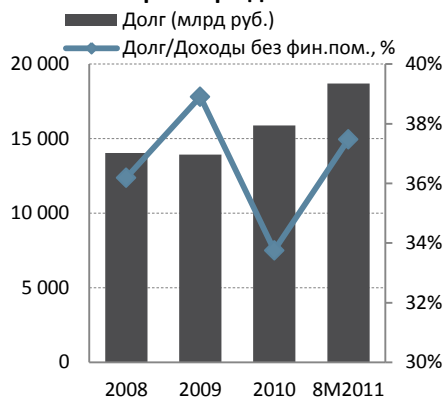
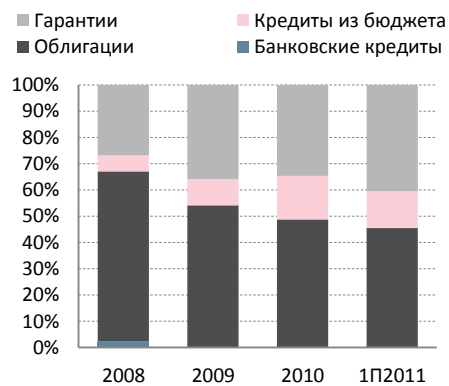


График 70. Структура долга, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона



## Основные показатели

Место в рейтинге Атона: 11-ое  
Кредитный рейтинг (M/S/F): Ba1 /BB+/ -  
ВРП: 579,0 млрд руб.  
Население: 3 170 141  
Сайт областной администрации:  
www.adm.samara.ru  
Сайт финансового органа: minfin-samara.ru

Таблица 21. Основные компании области

Название	Выручка, млрд руб.	Активы млрд руб.
ОАО АВТОВАЗ	137,9	126,8
ОАО Самаранефтегаз	73,0	69,3
ОАО Волжская ТГК	55,8	64,3
ЗАО ЮТС	40,2	10,0
ОАО Самарэнерго	38,0	6,0

Источник: БИР-Аналитик-ПРАЙМ

## Самарская область

### Плюсы

- Диверсифицированная экономика
- Сильный промышленный потенциал
- Высокий уровень независимости бюджетных доходов

### Минусы

- Довольно высокий и растущий уровень долга
- Сильная зависимость от АВТОВАЗа
- Приближение конца губернаторского срока

### Экономика и политика

ВРП Самарской области достаточно велик и существенно превышает среднероссийский уровень (417,7 млрд руб.). ВРП на душу населения составляет 182,6 тыс. руб., что ниже среднего уровня по стране – 194,3 тыс. руб. Структура ВРП диверсифицирована: регион располагает хорошо развитой индустрией. Обрабатывающая промышленность обеспечивает более 20% ВРП, также важна роль добывающей отрасли. В области есть нефтяные месторождения, хотя они и истощены. Сектор услуг – еще одна существенная часть экономики Самарской области.

#### Крупнейшие компании по размеру выручки:

- ОАО АВТОВАЗ – крупнейший российский автопроизводитель, контролируемый принадлежащим государству холдингом Ростехнологии
- ОАО Самаранефтегаз занимается добычей нефти и газа, входит в контролируемую государством Роснефть
- ОАО Волжская ТГК – крупная генерирующая компания, работающая в четырех регионах Приволжского федерального округа. Контролируется КЭС-Холдингом Виктора Вексельберга и ИНТЕР РАО ЕЭС.
- ЗАО ЮТС (РН-Логистика) – компания, консолидировавшая все логистические активы принадлежащей государству Роснефти
- ОАО Самарэнерго – энергосбытовая компания в Самарской области. Контролируется бывшим менеджментом РАО ЕЭС.

Производство региона сильно пострадало в ходе кризиса 2009 г., прежде всего из-за сокращения спроса на автомобили АВТОВАЗа, что привело к значительным убыткам для компании и связанных с ней предприятий. В результате налоговые поступления в региональный бюджет сократились. В 2010 г. ситуация изменилась на обратную ввиду восстановления экономики и государственной программы выкупа старых автомобилей, которые поддержали показатели выручки АВТОВАЗа и обеспечили возвращение компании к прибыльности. В 2011 г. действие программы было прекращено, что может означать ухудшение потенциала роста. По итогам девяти месяцев 2011 г. в обрабатывающей промышленности зафиксирован рост в размере 12,6% в годовом сопоставлении, в добывающей – 8,8%.

Губернатор Самарской области Владимир Артяков занял свой пост 29 августа 2007 г. Его срок завершится в августе 2012 г. Ранее он работал в том числе в структурах государственной корпорации Ростехнологии, а после включения в ее состав АВТОВАЗа стал председателем совета директоров последнего. На выборах в Государственную Думу “Единая Россия” получила в Самарской области 39% голосов.

График 71. Структура ВРП, %



Источник: Росстат

График 72. Региональный индекс производства, %

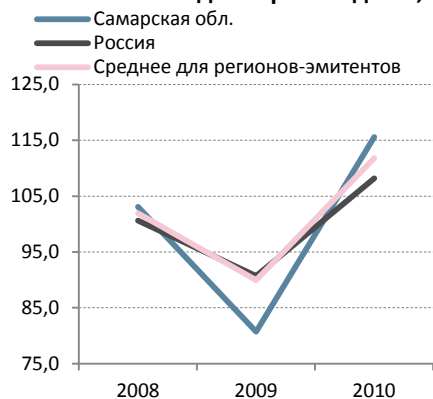
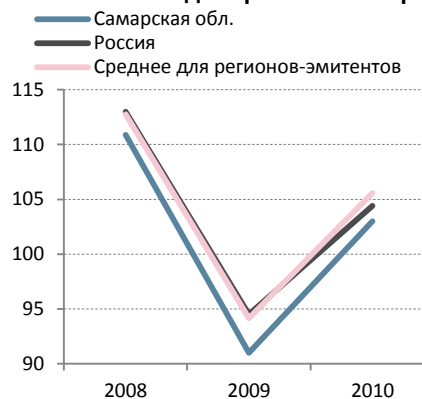


График 73. Региональный индекс розничной торговли, %



Источник: Росстат

График 74. Динамика бюджетных доходов и расходов, млн руб., (п) - планируемые

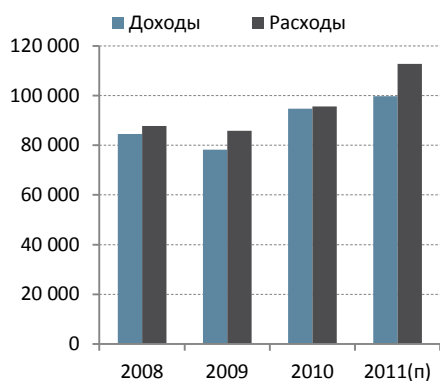
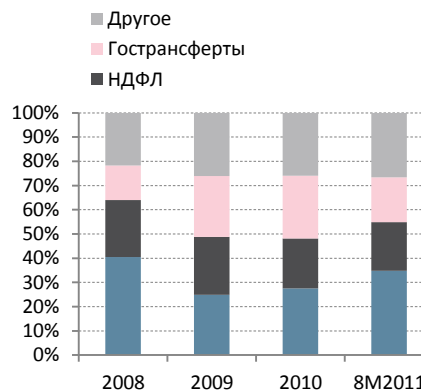


График 75. Структура бюджетных доходов, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

### Бюджет и долг

Самарская область – в значительной степени самодостаточный регион с точки зрения источников бюджетных доходов, которые составили по итогам восьми месяцев 2011 г. 70,8 млрд руб. Среднее значение для регионов-эмитентов (без учета Москвы) составляет 57,3 млрд руб. Наиболее значителен в доходах бюджета вклад налога на прибыль.

В 2009 г., как и другие самостоятельные в финансовом отношении регионы, Самарская область пережила сокращение доходов. Поступления от налога на прибыль упали на 43%, а их доля в доходах бюджета – до 25% с 40%. Федеральные трансферты увеличились на 63%, однако ввиду их сравнительно малой доли в общей структуре доходов регионального бюджета эти последние все-таки уменьшились (на 7,5%). В 2010 г. государство продолжало наращивать свою помощь, к тому же начали повышаться поступления от налога на прибыль – в результате, доходы бюджета области увеличились на 21% в годовом сопоставлении. В 2011 г. позитивный тренд сохранился, а доля налога на прибыль в структуре доходов продолжала восстанавливаться. Доходы регионального бюджета за восемь месяцев 2011 г. достигли 71% запланированных на год.

Региональный бюджет часто сводится с дефицитом (например, в 2008 и 2009 гг.), а долговая нагрузка области растет. В 2009 г. она достигла 42% собственных доходов региона, по преимуществу – ввиду их сокращения. В 2011 г. долг рос быстрее доходов – и вновь превысил планку 40% от собственных доходов региона. Мы продолжим внимательно наблюдать за параметрами долговых обязательств региона, так как они приближаются к отметке 50% от его собственных доходов. Превышение этого уровня привлечет внимание Министерства финансов и приведет к более тщательным проверкам финансового положения региона со стороны федеральных властей.

Таблица 22. Облигации в обращении

Серия	Объем, млрд руб.	Дата погашения	A1	Репо
25004	5,0	20.07.12	+	+
35005	8,3	19.12.13	+	+
34006	2,4	10.05.13	+	+
35007	12,2	30.11.16	-	+

Источники: SBonds, региональная администрация

## Рынок облигаций

Самарская область – относительно недавний, однако активный участник рынка бондов. Первые бонды были выпущены в июле 2003 г., а всего область выпустила семь бондов. В настоящее время в обращении остаются четыре выпуска.

График 76. Изменение размера долга

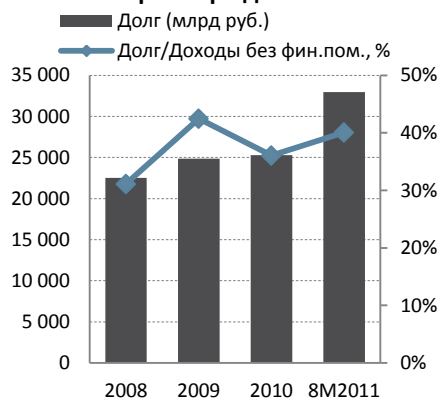
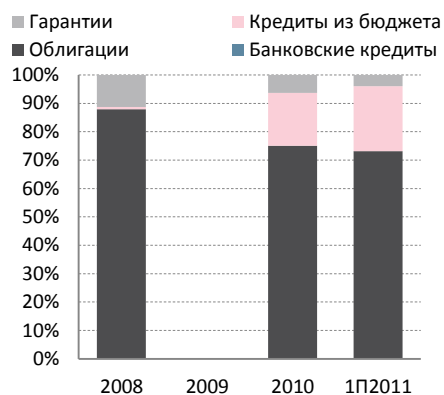


График 77. Структура долга, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

### Основные показатели

Место в рейтинге Атона: 12-ое  
Кредитный рейтинг (M/S/F): -/BB+/BB  
ВРП: 425,1 млрд руб.  
Население: 1 629 595  
Сайт областной администрации:  
www.lenobl.ru  
Сайт финансового органа:  
lenobl.ru/finance

Таблица 23. Основные компании региона

Название	Выручка, млрд руб.	Активы, млрд руб.
ЗАО Форд Мотор	55,5	12,5
ЗАО Филип Моррис Ижора	51,7	33,2
ООО Кинеф	30,0	96,1
ОАО МРСК Северо-Запада	26,7	38,3
ООО ПТК	24,7	4,4

Источник: БИР-Аналитик-ПРАЙМ

График 78. Структура ВРП, %



Источник: Росстат

## Ленинградская область

### Плюсы

- Эффективная современная промышленность
- Близость к международным транспортным узлам
- Высокая степень независимости бюджетных доходов
- Низкая долговая нагрузка

### Минусы

- Губернатор может смениться после истечения срока его полномочий и из-за слабых результатов "Единой России" на выборах

### Экономика и политика

ВРП Ленинградской области близок к среднероссийскому уровню (417,7 млрд руб.). ВРП на душу населения составляет 260,7 тыс. руб., что значительно выше среднего значения по стране – 194,3 тыс. руб. Основа региональной экономики – обрабатывающая промышленность, обеспечивающая 30% ВРП. Также значительна роль строительства – ведутся работы по созданию центра автомобильной промышленности. Еще один важный сектор – услуги.

#### Крупнейшие компании по размеру выручки:

- ЗАО Форд Мотор Компани – российское производственное подразделение международного концерна Ford
- ЗАО Филип Моррис Ижора – крупнейший табачный завод в Восточной Европе, принадлежащий международному производителю табака Philip Morris
- ООО КИНЕФ – единственный НПЗ на Северо-Западе России; принадлежит Сургутнефтегазу
- ОАО МРСК Северо-Запада – сетевая распределительная компания, обслуживающая семь регионов Северо-Западной России. Контролируется Холдингом МРСК, который, в свою очередь, контролируется государством.
- ООО ОФ ПТК – занимается торговлей нефтью оптом и в розницу

Региональная экономика продемонстрировала высокую устойчивость в кризис. В 2009 г. сокращение производства было менее значительным, чем в среднем по России. Причиной могло послужить то обстоятельство, что крупная часть региональной промышленности является сравнительно молодой и создана с участием иностранных инвестиций, поэтому она весьма эффективна, а ее продукция пользуется повышенным спросом. В 2010 г. индекс производства составил 113,8% против 108,2% в среднем по стране. Для торговой сферы ситуация была аналогичной (исключением стал 2008 г., когда динамика этой отрасли оказалась хуже чем в среднем по России). За девять месяцев 2011 г. региональный индекс производства составил 106,8%, что выше среднероссийского уровня.

Губернатор региона Валерий Сердюков занял свой пост 18 сентября 1998 г.; его срок истечет в июле 2012 г. Ранее он занимал различные должности в региональном правительстве. На последних выборах в Государственную Думу "Единая Россия" получила в области 34% голосов.

График 79. Региональный индекс производства, %

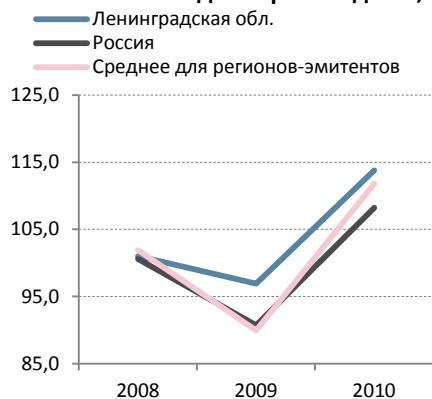
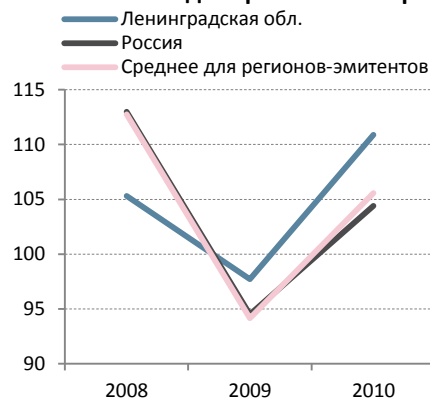


График 80. Региональный индекс розничной торговли, %



Источник: Росстат

График 81. Динамика бюджетных доходов и расходов, млн руб., (п) - планируемые

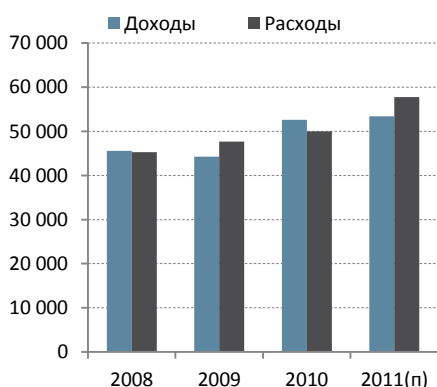
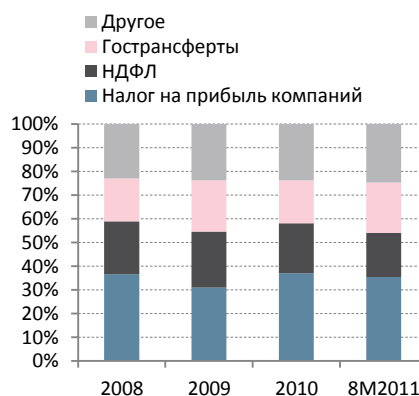


График 82. Структура бюджетных доходов, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

Таблица 24. Облигации в обращении

Серия	Объем, млрд руб.	Дата погашения	A1	Репо
26002	1,3	05.12.14	+	+

Источники: CBonds, региональная администрация

### Бюджет и долг

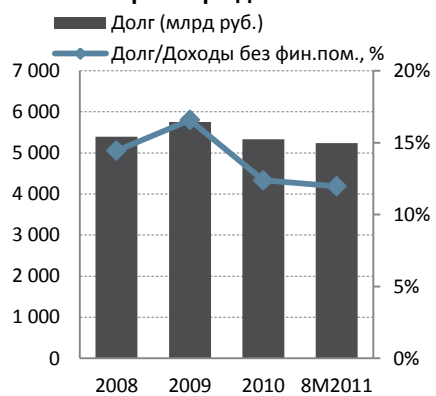
Ленинградская область является финансово независимой – около 80% бюджетных доходов поступает из собственных источников. Львиную долю поступлений обеспечивает налог на прибыль. В 2009 г. они сократились на 18%, что сравнительно немного на фоне большинства других российских регионов. Помощь федерального правительства была увеличена в 2009 г. на 17%, в результате чего сокращение общего дохода регионального бюджета составило лишь 3%. В 2010 г. объем федеральных трансфертов оставался на уровне предыдущего года, но поступления от налога на прибыль корпораций увеличились на 42%, что обеспечило повышение доходов регионального бюджета на 19%. За восемь месяцев 2011 г. было получено 80% от запланированных на год выплат в пользу бюджета.

Регион проводил благоразумную финансовую политику и вступил в 2008 г. с профицитом бюджета и сравнительно низким долговым бременем. Однако в 2009 г. из-за сокращения доходов был зафиксирован дефицит бюджета и соответственное увеличение долга. В 2010-2011 гг. область вновь сократила свою долговую нагрузку (как в абсолютных, так и в относительных цифрах); в настоящее время долг эквивалентен 12% собственных доходов, что весьма немного. Нужно отметить, что в структуре долга региона наибольшая доля приходится на условные обязательства (гарантии), поэтому реальная долговая нагрузка еще ниже.

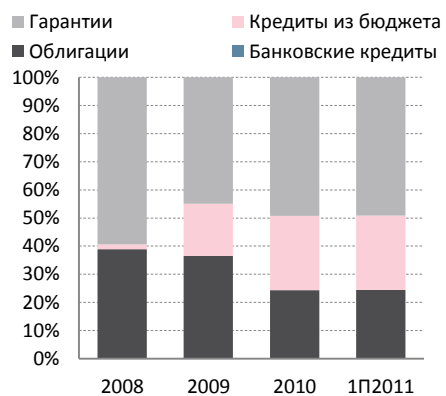
### Рынок облигаций

Ленинградская область впервые вышла на рынок бондов в декабре 2001 г., однако особенно активной на этом рынке не была ввиду консервативной финансовой политики: было размещено всего три выпуска бондов. В настоящее время в обращении находится один выпуск.

**График 83. Изменение размера долга**



**График 84. Структура долга, %**



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

### Основные показатели

Место в рейтинге Атона: 13-ое  
Кредитный рейтинг (M/S/F): Ba2/-/B+  
ВРП: 545,9 млрд руб.  
Население: 3 323 600  
Сайт областной администрации:  
government.nnov.ru  
Сайт финансового органа: mf.nnov.ru

Таблица 25. Основные компании области

Название	Выручка, млрд руб.	Активы, млрд руб.
ООО ЛУКОЙЛ-Нижегороднефтеоргсинтез	208,8	114,7
ОАО Выксунский МЗ	103,8	98,4
ОАО МРСК Центра и Приволжья	54,4	65,5
ООО Газпром трансгаз Нижний Новгород	46,4	24,1
ООО ККЭБСЕ	44,2	31,2
ОАО НИАЭП	41,1	39,4

Источник: БИР-Аналитик-ПРАЙМ

## Нижегородская область

### Плюсы

- **Высокоразвитая и диверсифицированная промышленность**
- **Высокий уровень бюджетной независимости**
- **Хорошая динамика восстановления экономики**

### Минусы

- **Низкие темпы роста производства в последние несколько лет**
- **Высокая волатильность поступлений от налога на прибыли корпораций**
- **Сравнительно высокая долговая нагрузка**
- **Сильная зависимость от банковских кредитов**

### Экономика и политика

ВРП Нижегородской области превышает среднероссийское значение (417,7 млрд руб.), хотя ВРП на душу населения составляет лишь 163,8 тыс. руб., что ниже среднего значения по стране – 194,3 тыс. руб. Регион располагает высокоразвитой индустрией; обрабатывающая промышленность обеспечила 27% ВРП; также значительна доля услуг, особенно торговли, транспорта и телекоммуникаций.

### Крупнейшие компании по размерам выручки:

- ООО ЛУКОЙЛ-Нижегороднефтеоргсинтез – принадлежащий ЛУКОЙЛу НПЗ
- ОАО Выксунский металлургический завод – крупный отечественный производитель сварных труб. Принадлежит Объединенной металлургической компании (контролируемой ее председателем Анатолием Седых).
- ОАО МРСК Центра и Приволжья – распределительная сетевая компания, обслуживающая девять регионов Центрального и Приволжского федерального округов. Контролируется Холдингом МРСК, крупнейшим акционером которого является государство.
- ООО Газпром трансгаз Нижний Новгород – компания, занимающаяся транспортировкой газа; принадлежит контролируемой государством монополии Газпром
- ООО ККЭБСЕ – штаб-квартира российских производственных активов Coca-Cola international
- ОАО НИАЭП – предприятие государственной корпорации Росатом, занимающееся проектированием и строительством АЭС в России и за ее пределами

Производитель автомобилей ГАЗ, контролируемый Олегом Дерипаской, также является важной частью региональной экономики.

Что касается экономической динамики, показатели региона не слишком впечатляют. С 2000 г. региональный индекс производства превосходил среднее значение по России лишь три года. В 2008 г. промышленное производство в Нижегородской области сократилось, хотя в целом в России наблюдался рост. Правда, в 2010 г. региональный индекс производства существенно обогнал среднероссийское значение. В 2011 г. производство в области выросло, по словам ее губернатора Валерия Шанцева, на 11% в годовом сопоставлении.

В.Шанцев занимает свой пост с 2005 г. В июне 2010 г. он был назначен на второй срок, который истечет в июне 2015 г. Ранее он был заместителем мэра Москвы. На последних выборах в Государственную Думу “Единая Россия” получила в области 45% голосов.

График 85. Структура ВРП, %



Источник: Росстат

График 86. Региональный индекс производства, %

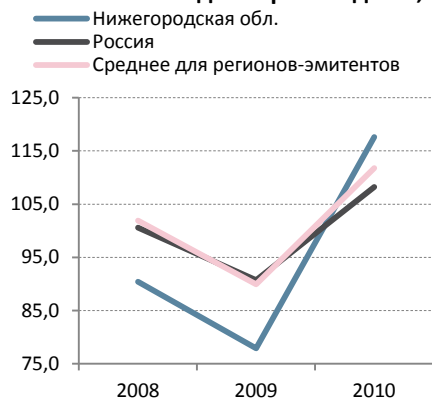
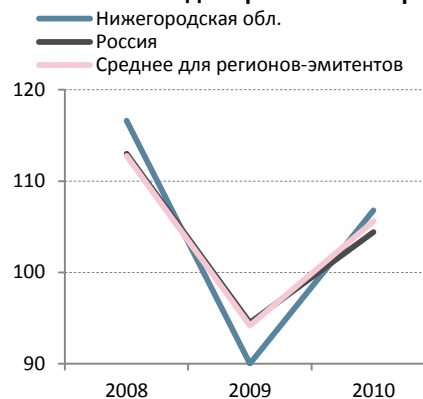


График 87. Региональный индекс розничной торговли, %



Источник: Росстат

График 88. Динамика бюджетных доходов и расходов, млн руб., (п) - планируемые

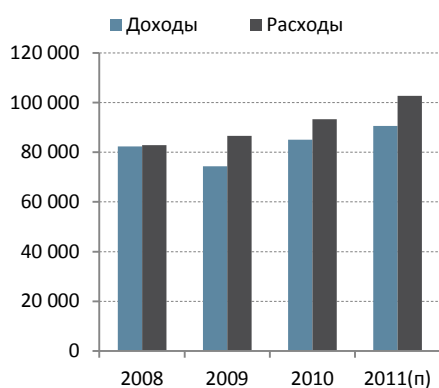
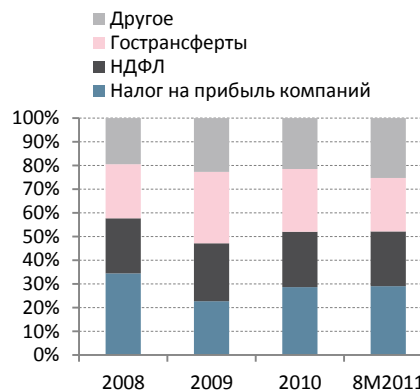


График 89. Структура бюджетных доходов, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

### Бюджет и долг

Доходы бюджета Нижегородской области за восемь месяцев 2011 г. составили 60,3 млрд руб., что близко к среднему значению регионов-эмитентов (без учета Москвы), 57,3 млрд руб. Значительную долю доходов региона обеспечивают налоговые поступления и, прежде всего, поступления от налога на прибыль. В 2009 г. эти поступления сократились на 40%, в то время как федеральные трансферты в этом году увеличились на 18%. В результате, доход регионального бюджета уменьшился на 9,7% в годовом сопоставлении. В 2010 г. доходы превосходили уровень 2008 г., хотя уровень поступлений от налога на прибыль корпораций восстановился не полностью. Бюджет-2011 исходит из повышения совокупных доходов региона на 6,6%.

В 2009-2010 г. у региона был заметный бюджетный дефицит (14% собственных доходов в 2009 г. и 8% в 2010 г.). 2011 г. также, как ожидается, будет дефицитным – по итогам восьми месяцев 2011 г. Нижегородская область оказалась одним из немногих регионов с превышением расходов над доходами. Соответственно, долговая нагрузка региона нарастала в последние несколько лет. В 2008 г. долг был эквивалентен 12% собственных доходов области, а в 2010 г. - 43%. По итогам восьми месяцев 2011 г. можно говорить о замедлении роста абсолютной величины долговых обязательств области, что, вкпе с планируемым увеличением собственных доходов приведет по итогам года к долгу в размере 40% собственных доходов. Это по-прежнему высокий уровень. Регион полагается прежде всего на банковские кредиты.

Таблица 26. Облигации в обращении

Серия	Объем, млрд руб.	Дата погашения	A1	Репо
34004	2,7	17.11.12	+	+
34005	3,0	02.12.12	+	+
34006	5,0	07.10.15	+	+
34007	8,0	16.11.16	-	-

Источники: SBonds, региональная администрация



## Рынок облигаций

Нижегородская область хорошо известна на долговом рынке – она стала одним из немногих российских регионов, выпустивших евробонды до 1998 г. Однако в 1999 г. оказалось, что она не может обслуживать свои заимствования – и они были погашены только в 2005 г., после реструктуризации. В последние годы у региона не было проблем со своевременными выплатами, и с 2004 г. он разместил шесть выпусков рублевых бондов, три из которых находятся в обращении в настоящее время.

График 90. Изменение размера долга

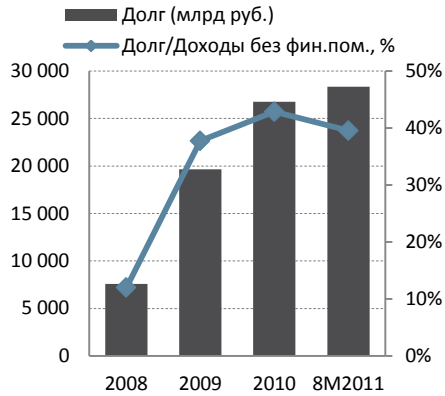
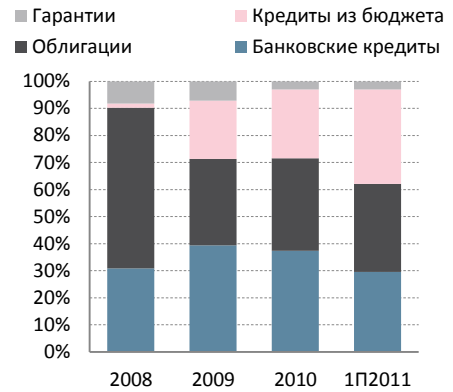


График 91. Структура долга, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

## Ставропольский край

### Основные показатели

Место в рейтинге Атона: 14-ое  
Кредитный рейтинг (M/S/F): -/B+/-  
ВРП: 277,5 млрд руб.  
Население: 2 711 198  
Сайт краевой администрации:  
stavregion.ru  
Сайт финансового органа: mfsk.ru

Таблица 27. Основные компании края

Название	Выручка, млрд руб.	Активы, млрд руб.
ОАО ОГК-2	52,4	47,0
ООО Газпром межрегионгаз Ставрополь	29,4	5,1
ООО Ставролен	21,6	9,9
ОАО Невинномысский Азот	21,1	16,5
ООО Газпром трансгаз Ставрополь	20,4	14,9

Источник: БИР-Аналитик-ПРАЙМ

### Плюсы

- Устойчивая к кризису экономика
- Низкая долговая нагрузка

### Минусы

- Высокая зависимость от государственных трансфертов
- Низкая доля в экономике секторов, генерирующих поступления от налога на прибыль
- Низкий ВРП на душу населения
- В структуре долга высока доля банковских кредитов

### Экономика и политика

ВРП Ставропольского края (277,5 млрд руб.) уступает среднему значению по России (417,7 млрд руб.). ВРП на душу населения (102,4 тыс. руб.) также существенно ниже среднероссийского уровня (194,3 тыс. руб.). Региональная экономика диверсифицирована, причем наиболее значительную долю ВРП обеспечивает торговля. Обрабатывающая промышленность, сельское хозяйство, транспорт и телекоммуникационная сфера обладают примерно равными долями. Экономику края можно грубо определить как базирующуюся на секторе услуг.

### Крупнейшие компании по размеру выручки:

- ОАО ОГК-2 – генерирующая компания, контролируемая Газпромом
- ООО Газпром межрегионгаз Ставрополь – региональное подразделение компании, занимающейся торговлей природным газом; принадлежит Газпрому
- ООО Ставролен – входит в нефтехимическую группу бизнесов ЛУКОЙЛа
- ОАО Невинномысский Азот – крупнейший производитель азотных удобрений в России, часть ОАО МХК ЕвроХим Андрея Мельниченко
- ООО Газпром трансгаз Ставрополь – компания, занимающаяся транспортировкой газа; входит в структуру Газпрома

В регионе также есть большое число сравнительно небольших сельскохозяйственных компаний, совокупная выручка которых значительна. Еще одна важная черта экономики края – большая доля государственных услуг, таких как государственное управление и обеспечение безопасности, здравоохранение, образование.

В структуре экономики региона доминируют принадлежащие государству монополии и оказываемые государством услуги – таким образом, она отличается устойчивостью к кризисам. Индекс производства в крае в 2009 г. вырос, в то время как в целом в России наблюдалось его сокращение; темп роста торговли замедлился, но не более того. В 2010 г. рост производства в регионе был на том же уровне, что и в среднем по стране, а торговля развивалась значительно быстрее средних темпов. По итогам девяти месяцев 2011 г. индекс производства в регионе в годовом сопоставлении составил 104,9%.

Губернатором региона с мая 2008 г. является Валерий Гаевский. Срок его полномочий истекает 23 мая 2013 г. Ранее он был заместителем представителя президента и заместителем министра регионального развития. На последних выборах в Государственную Думу “Единая Россия” получила в крае 49% голосов.

График 92. Структура ВРП, %



Источник: БИР-Аналитик-ПРАЙМ

График 93. Региональный индекс производства, %

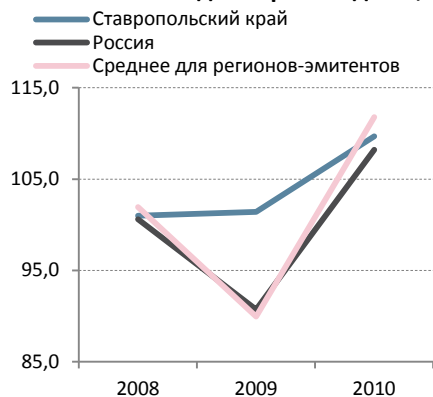
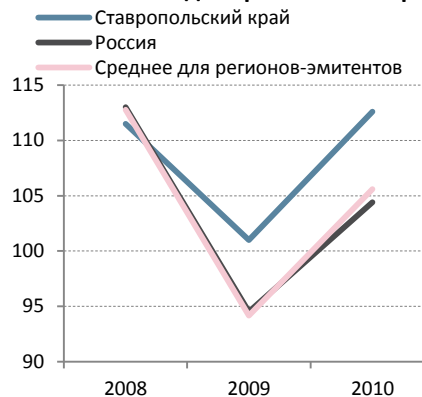


График 94. Региональный индекс розничной торговли, %



Источник: Росстат

График 95. Динамика бюджетных доходов и расходов, млн руб., (п) - планируемые

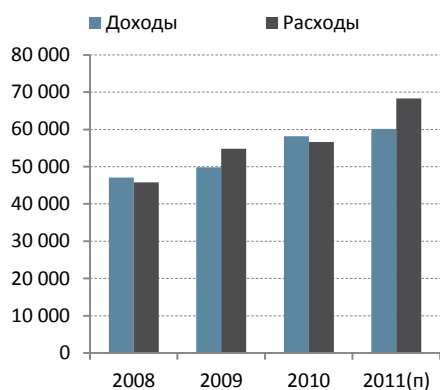
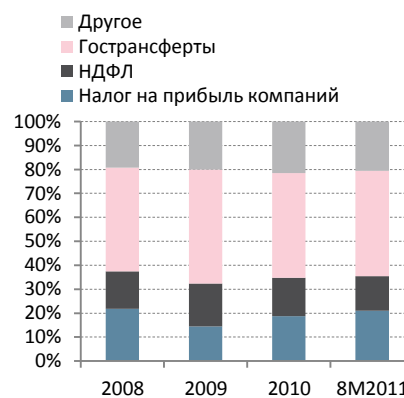


График 96. Структура бюджетных доходов, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

### Бюджет и долг

Доходы регионального бюджета достаточно велики (41,7 млрд руб. по итогам восьми месяцев 2011 г. против среднего значения для регионов-эмитентов без учета Москвы в размере 57,3 млрд руб.), однако более 40% поступлений обеспечивают федеральные трансферты. В 2009 г. поступления от налога на прибыль корпораций сократились на 30%, а поступления от подоходного налога увеличились на 20%, в результате чего в абсолютных цифрах вторая из этих статей обогнала первую. Объяснением этому может служить большая доля государственного сектора в региональной экономике (который концентрирует и преобладающую долю рабочей силы) и высокая заработная плата занятых в нем. Государственные трансферты увеличились на 17% в 2009 г., а доходы регионального бюджета в целом – на 5,7%. В 2010 г. поступления от налога на прибыль оказались выше, чем в 2008 г., продолжили расти поступления и из других источников (за исключением государственных трансфертов), что привело к дальнейшему увеличению совокупных доходов региона на 17%. В 2011 г. позитивный тренд сохранился и, несмотря на запланированный по итогам года бюджетный дефицит, есть шанс того, что доходы превзойдут ожидания, так как размер поступлений от налога на прибыль за восемь месяцев 2011 г. уже достиг уровня 2008 г., а профицит бюджета без учета государственных трансфертов составляет 12%.

В 2009 г. наблюдалось быстрое увеличение расходов регионального бюджета, что привело к резкому увеличению долга края, который был минимальным в 2008 г. Впрочем, критического уровня долг региона не достиг, составив лишь 18% собственных доходов. В 2010-11 гг. долг рос очень медленно, а долговая нагрузка сократилась до 15% собственных доходов. Сравнительно высокая доля (примерно половина) регионального долга – это банковские кредиты, что может означать его чрезмерно краткосрочный характер.

## Рынок облигаций

В 2011 г. Ставропольский край принял решение о выходе на рынок бондов, организовал тендер и в июне выбрал генерального агента выпуска на сумму 3 млрд руб. Однако этот выпуск не был размещен.

График 97. Изменение размера долга

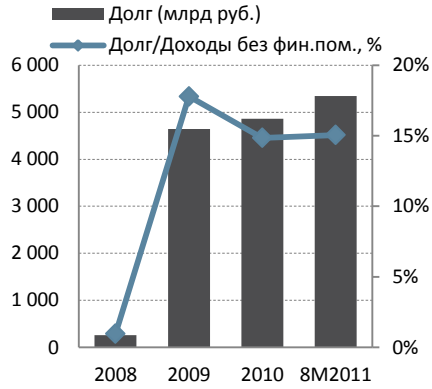
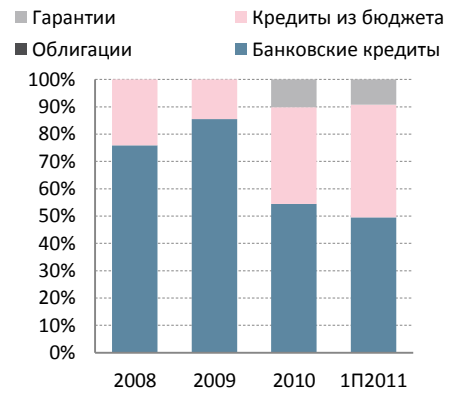


График 98. Структура долга, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

## Основные показатели

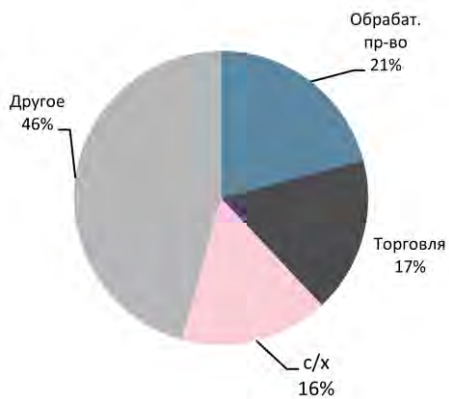
Место в рейтинге Атона: 15-ое  
Кредитный рейтинг (M/S/F): Ba1/-/-  
ВРП: 304,4 млрд руб.  
Население: 1 530 124  
Сайт областной администрации:  
www.belregion.ru  
Сайт финансового органа: www.beldf.ru

Таблица 28. Основные компании области

Название	Выручка, млрд руб.	Активы, млрд руб.
ОАО Лебединский ГОК	61,0	122,7
ОАО Оскольский электрометаллургический комбинат	57,1	70,9
ООО ЭФКО-Каскад	28,0	11,3
ОАО Стойленский ГОК	26,5	22,5
ОАО Белгородэнергообит	23,0	1,1

Источник: БИР-Аналитик-ПРАЙМ

График 99. Структура ВРП, %



Источник: Росстат

## Белгородская область

### Плюсы

- Быстро растущая экономика
- Благоприятная структура долга
- Своевременная помощь со стороны федерального бюджета

### Минусы

- Риск возможной смены губернатора
- Высокая волатильность поступлений от налога на прибыли корпораций

### Экономика и политика

ВРП Белгородской области составляет 304,4 млрд руб. против среднего значения по России 417,7 млрд руб. ВРП на душу населения равен 199,2 тыс. руб., что близко к среднероссийскому показателю 194,3 тыс. руб. Регион располагает высокоразвитой промышленностью: обрабатывающая индустрия обеспечивает 21% ВРП. Также значительны доли сельского хозяйства и торговли – таким образом, экономика области довольно-таки диверсифицирована.

#### Крупнейшие компании по размеру выручки:

- ОАО Лебединский ГОК – крупнейшее в России железорудное производство; входит в холдинг Металлоинвест, контролируемый Алишером Усмановым и Василием Анисимовым.
- ОАО Оскольский электрометаллургический комбинат – один из наиболее современных заводов по производству стали в России; также принадлежит Металлоинвесту
- ООО ЭФКО-Каскад – распределительная и логистическая компания ЭФКО, крупного производителя растительных масел и специализированных жиров
- ОАО Стойленский ГОК занимается разработкой крупного железорудного месторождения; принадлежит НЛМК, контролируемому Владимиром Лисиным
- ОАО Белгородэнергообит – региональная энергообитовая компания. Контролируется холдингом Энергострим; структура собственников не разглашается.

Существенный вклад в доходы региона обеспечивает также ряд сельскохозяйственных компаний, включая ЭФКО.

С 2005 г. региональный индекс производства был существенно выше среднего значения по стране. В то время как в России в целом в 2009 г. производство сократилось, в Белгородской области продолжался рост, хотя и более медленный, чем ранее. Это верно и для индекса розничной торговли.

С 1993 г. во главе области стоит Евгений Савченко. В июне 2007 г. он был вновь назначен на этот пост, его срок истечет в июне 2012 г. Кремль удовлетворен его работой, есть возможность того, что ему предложат перейти в федеральные органы власти. На последних выборах в Государственную Думу “Единая Россия” получила в области 51% голосов.

График 100. Региональный индекс производства, %

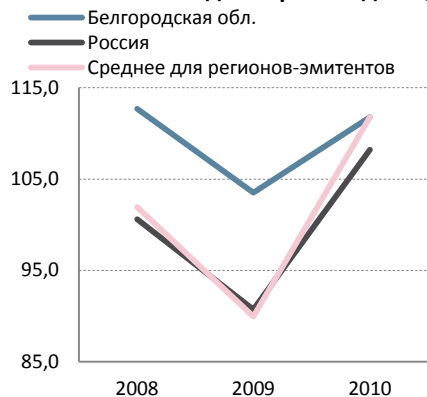
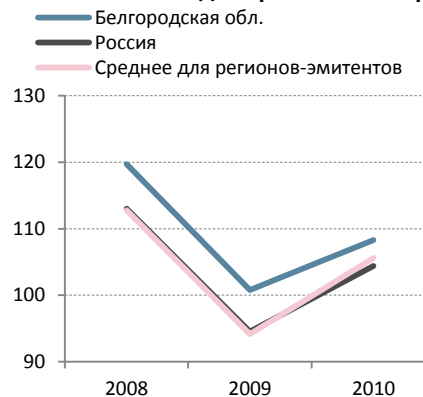


График 101. Региональный индекс розничной торговли, %



Источник: Росстат

График 102. Динамика бюджетных доходов и расходов, млн руб., (п) - планируемые

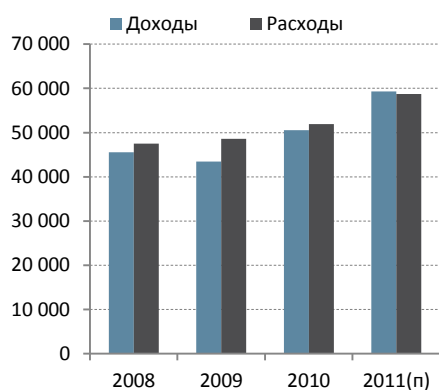
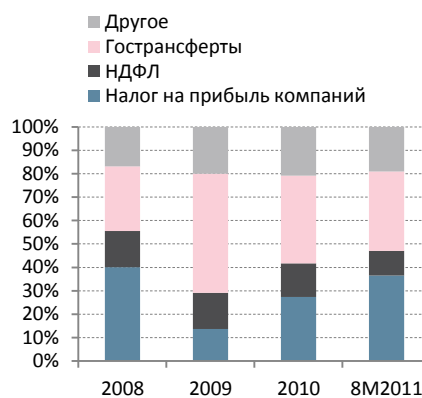


График 103. Структура бюджетных доходов, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

### Бюджет и долг

Доходы бюджета Белгородской области за восемь месяцев 2011 г. составили 46,2 млрд руб. против среднероссийского значения 57,3 млрд руб. для регионов-эмитентов; 66% доходов поступает из собственных источников. Наиболее значительна среди источников поступлений доля налога на прибыль корпораций, однако во время кризиса это место заняли государственные трансферты. Поступления от налога на прибыль корпораций в высокой степени волатильны, так как их значительная доля обеспечивается металлургической индустрией.

**В 2009 г. поступления от налога на прибыль корпораций сократились более чем втрое, а объем федеральных трансфертов практически удвоился.** Это своевременное вмешательство государства помогло избежать масштабного падения бюджетных доходов, которые в результате уменьшились лишь на 4,6%. В 2010-2011 гг. государство постепенно сокращало объем своей помощи ввиду восстановления поступлений от налога на прибыль корпораций. В 2011 г., как свидетельствуют итоги первых восьми месяцев, структура доходов регионального бюджета вернулась к модели-2008. На 2011 г. запланирован рост доходов бюджета на 16%.

Таблица 29. Облигации в обращении

Серия	Объем, млрд руб.	Срок погашения	A1	Репо
24003	1,5	14.05.13	+	+

Источник: CBonds, региональная администрация

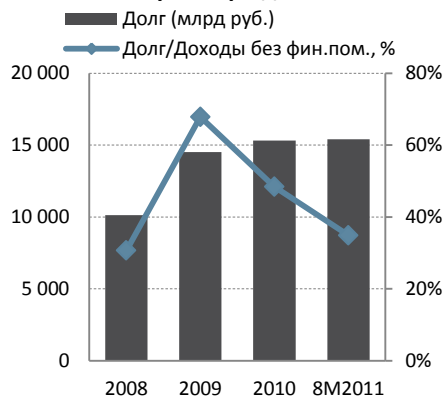
**В 2008-2010 гг. региональный бюджет был дефицитным, причем в 2009 г. этот дефицит особенно вырос.** По итогам восьми месяцев 2011 г. профицит составил 22% собственных доходов, причем эта ситуация, как ожидается, сохранится до конца года. Долг на первый взгляд не кажется низким. В абсолютных показателях он вырос в 2009 г., но в 2010-2011 гг. был стабильным. В относительных показателях он резко увеличился в 2009 г., но упал до 35% собственных доходов региона в 2010-2011 гг. Судя по структуре долга, реальная долговая нагрузка существенно ниже. Так, около 5,6 млрд руб. долга – это гарантии для местных предприятий, большинство из которых обладают привлекательным бизнес-профилем: например, Оскольский электрометаллургический

комбинат или свинофермы, у которых один из самых коротких периодов окупаемости в сельском хозяйстве. Еще одна значительная часть долга – бюджетные кредиты, предоставленные под низкие ставки. Соответственно, мы делаем вывод, что долговая ситуация в регионе достаточно благоприятна и улучшается.

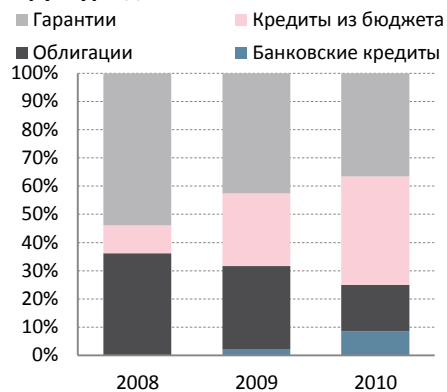
### Рынок облигаций

Белгородская область разместила первый выпуск бондов после 1998 г. в декабре 2002 г. Всего она разместила пять выпусков, из которых в обращении сейчас остается один.

**График 104. Изменение размера долга**



**График 105. Структура долга, %**



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

### Основные показатели

Место в рейтинге Атона: 16-ое  
Кредитный рейтинг (M/S/F): Ba2/-/BB  
ВРП: 301,4 млрд руб.  
Население: 951 155  
Сайт администрации региона:  
www.rkomi.ru  
Сайт финансового органа:  
minfin.rkomi.ru

Таблица 30. Основные компании республики

Название	Выручка, млрд руб.	Активы, млрд руб.
ООО ЛУКОЙЛ-Коми	117,8	173,6
ООО Газпром трансгаз Ухта	70,4	37,4
ООО ЛУКОЙЛ-Ухтанефтепереработка	48,2	34,8
ОАО Воркутауголь	29,6	20,0
ОАО Монди СЛПК	23,6	41,6

Источник: БИР-Аналитик-ПРАЙМ

График 106. Структура ВРП, %



Источник: Росстат

## Республика Коми

### Плюсы

- Сильная база собственных доходов
- Низкая долговая нагрузка; преобладание долгосрочных обязательств
- Хороший контроль над бюджетным дефицитом

### Минусы

- Медленный рост экономики
- Высокая зависимость от предприятий ЛУКОЙЛа

### Экономика и политика

ВРП республики составляет 301,4 млрд руб. против среднего значения по России на уровне 417,7 млрд руб. Впрочем, ВРП на душу населения составляет 315,72 тыс. руб. против среднероссийского значения 194,3 тыс. руб. Важнейшую роль в экономике региона играет добывающая отрасль, обеспечивающая порядка 30% ВРП. Основные природные ресурсы – нефть, газ, уголь, лес. Обработывающая промышленность обеспечивает 9% ВРП.

#### Крупнейшие компании по размеру выручки:

- ООО ЛУКОЙЛ-Коми – геологоразведочное и добывающее подразделение ЛУКОЙЛа в Тимано-Печорской нефтегазоносной провинции.
- ООО Газпром трансгаз Ухта – подразделение Газпрома, занимающееся транспортировкой газа
- ООО ЛУКОЙЛ-Ухтанефтепереработка – одна из перерабатывающих компаний ЛУКОЙЛа
- ОАО Воркутауголь – один из крупнейших производителей твердого каменного угля в России. Принадлежит Северстали, контролируемой Алексеем Мордашовым.
- ОАО Монди Сыктывкарский ЛПК – один из крупнейших производителей целлюлозно-бумажной продукции в России. Контролируется южноафриканской компанией Mondi.

В республике также работает довольно много менее крупных компаний, связанных с нефтью, газом или лесом.

**Динамика индекса производства Республики Коми не слишком впечатляет.** С 2000 г. он превышал среднероссийское значение лишь трижды – в 2001, 2008 и 2009 гг. В 2010 г. восстановление экономики региона шло медленнее, чем в среднем по стране; по темпам развития розничной торговли республика также оказалась в числе аутсайдеров. За девять месяцев 2011 г. индекс производства региона составил 104% против 105,2% в среднем по России.

Глава республики – Вячеслав Гайзер. Он был назначен на этот пост в январе 2010 г., а его срок истекает в январе 2015 г. Хотя на высшем посту в Республике Коми В.Гайзер недавно, в региональном правительстве он работает с 2002 г., начав с должности заместителя министра финансов и дойдя до должности заместителя главы республики. На последних выборах в Государственную Думу “Единая Россия” получила в регионе 59%.



График 107. Региональный индекс производства, %

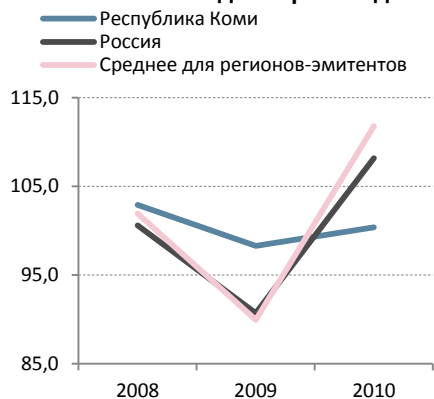
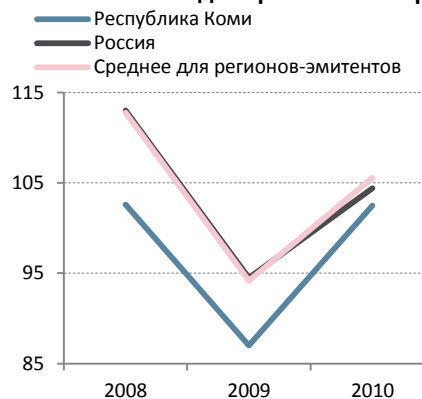


График 108. Региональный индекс розничной торговли, %



Источник: Росстат

График 109. Динамика бюджетных доходов и расходов, млн руб., (п) - планируемые

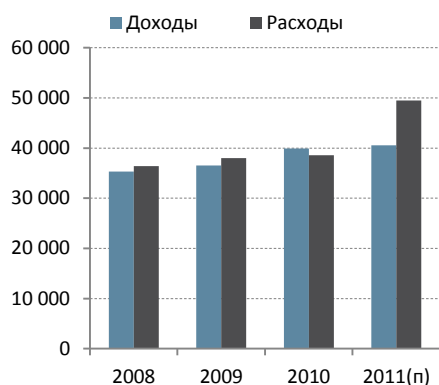
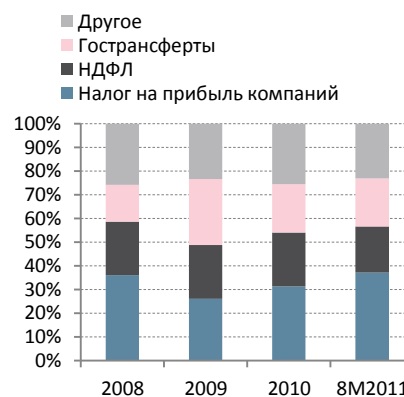


График 110. Структура бюджетных доходов, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

График 31. Облигации в обращении

Серия	Объем, млрд руб.	Срок погашения	A1	Репо
35007	1,0	22.11.13	+	+
35008	1,0	03.12.15	+	+
34009	2,1	18.10.14	+	+
32010	2,1	15.12.16	-	-

Источники: SBonds, региональная администрация

### Бюджет и долг

Доходы бюджета Республики Коми не слишком велики – за восемь месяцев 2011 г. они составили 32,8 млрд руб. против 57,3 млрд руб. в среднем для регионов-эмитентов (без учета Москвы); около 80% доходов поступает из собственных источников. Основную роль в наполнении бюджета играют поступления от налога на прибыль корпораций, также важен вклад подоходного налога.

В кризисном 2009 г. поступления от налога на прибыль корпораций сократились на 25%, в результате чего российское Министерство финансов увеличило трансферты региону на 85,5%. Это кажется впечатляющим скачком, однако в абсолютных показателях прирост не был велик (4,7 млрд руб.), так как ранее объем федеральных трансфертов был относительно небольшим. Этого, однако, хватило, чтобы обеспечить в 2009 г. увеличение доходов регионального бюджета на 3,7%. В 2010 г. поступления от налога на прибыль корпораций вернулись к уровню 2008 г., но размер федеральной помощи существенно не сократился. В результате, в 2010 г. доходы регионального бюджета повысились на 9% в годовом сопоставлении. По итогам восьми месяцев 2011 г. доля поступлений от налога на прибыль корпораций вернулась к уровню 2008 г., однако доля государственных трансфертов по-прежнему выше, чем тогда. В связи с этим мы прогнозируем рост доходов в 2011 г. выше цифр, заложенных в бюджете-2011.

В 2008-2009 гг. бюджет региона был дефицитным, но с точки зрения ограничений Бюджетного кодекса этот дефицит был сравнительно небольшим. Долговая нагрузка за этот период выросла, но оставалась низкой. Структура долга является благоприятной – преобладают бонды, что предполагает длинную дюрацию и стабильные процентные платежи. Банковские кредиты, взятые в 2009 г., были быстро заменены на бонды в 2010 г.

## Рынок облигаций

Регион разместил свои первые облигации на рынке в декабре 2001 г. Всего им было размещено семь выпусков, из которых в обращении остаются четыре.

График 111. Изменение размера долга

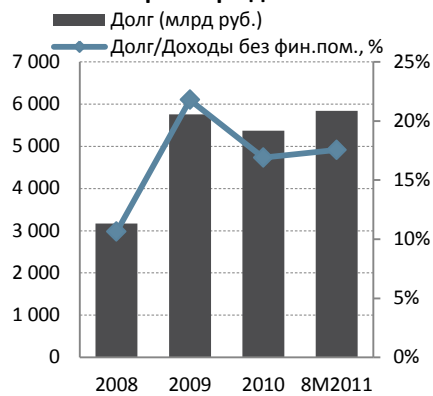
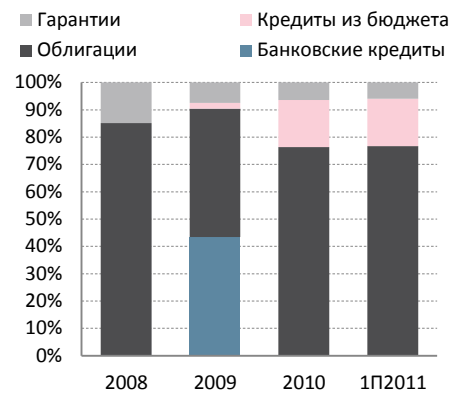


График 112. Структура долга, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

## Волгоградская область

### Основные показатели

Место в рейтинге Атона: 17-ое  
 Кредитный рейтинг (M/S/F): -/-/BB-  
 ВРП: 377,4 млрд руб.  
 Население: 2 598 933  
 Сайт областной администрации:  
 www.volganet.ru  
 Сайт финансового органа: volgafin.ru

**Таблица 32. Основные компании области**

Название	Выручка, млрд руб.	Активы, млрд руб.
ЛУКОЙЛ-Волгограднефтепереработка	146,7	117,4
ОАО Волжский трубный завод	49,5	46,1
ООО ЛУКОЙЛ-Нижневолжскнефтепродукт	34,9	9,0
ОАО Волгоградэнерго	19,3	5,9
ООО Газпром трансгаз Волгоград	17,8	11,6
ООО Газпром межрегионгаз Волгоград	16,9	2,9

Источник: БИР-Аналитик-ПРАЙМ

### Плюсы

- Диверсифицированная экономика
- Потенциальные выгоды от масштабных инвестиций в модернизацию перерабатывающих мощностей ЛУКОЙЛа
- Сравнительно низкая долговая нагрузка
- Долг представлен преимущественно облигациями

### Минусы

- Высокая зависимость от предприятий ЛУКОЙЛа
- Растущая долговая нагрузка
- Бюджетный дефицит по итогам восьми месяцев 2011 г., в то время как у большинства регионов – профицит
- Продолжающийся процесс смены власти

### Экономика и политика

ВРП Волгоградской области – 377,4 млрд руб. против среднего показателя по России на уровне 417,7 млрд руб. ВРП на душу населения составляет 145,5 тыс. руб. при среднероссийском уровне 194,3 тыс. руб. Экономика региона достаточно хорошо диверсифицирована: значительный вклад в ВРП обеспечивают обрабатывающая промышленность, торговля и сельское хозяйство. Вклад транспорта и телекоммуникаций, а также рынка недвижимости также довольно существен.

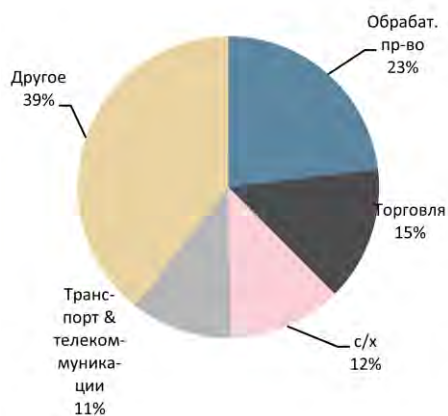
#### Крупнейшие компании по размеру выручки:

- ЛУКОЙЛ-Волгограднефтепереработка – одно из перерабатывающих подразделений ЛУКОЙЛа
- ОАО Волжский трубный завод – завод, производящий бесшовные трубы. Принадлежит ТМК Дмитрия Пумпянского.
- ЛУКОЙЛ-Нижневолжскнефтепродукт – подразделение ЛУКОЙЛа, занимающееся оптовой и розничной торговлей нефтепродуктами
- ОАО Волгоградэнерго – контролируемая менеджментом энергосбытовая электроэнергетики; в настоящее время существует конфликт между акционерами
- ООО Газпром трансгаз Волгоград – подразделение Газпрома, занимающееся транспортировкой газа
- ООО Газпром межрегионгаз Волгоград – региональное подразделение компании Газпрома, занимающейся розничной торговлей природным газом

**Динамика индекса производства в Волгоградской области в целом соответствовала общероссийским тенденциям: в 2008 г. наблюдался рост, в 2009 г. – падение, в 2010 г. – восстановление, причем каждый раз темпы изменений были близкими к средним значениям по стране.** В 2008 г. рост розничной торговли был более медленным, чем в целом по стране, но в 2010 г. восстановление этого сектора оказалось более быстрым. По итогам девяти месяцев 2011 г. индекс производства региона составил 105% при среднероссийском значении 105,2%.

До недавнего времени региональную администрацию возглавлял Анатолий Бровка. Он занял этот пост в январе 2010 г., а срок его полномочий должен был закончиться в январе 2015 г. Он был отправлен в отставку, исполнять обязанности главы региона назначен бывший мэр Астрахани Сергей Боженов. На последних выборах в Государственную Думу «Единая Россия» получила в регионе 37% голосов.

**График 113. Структура ВРП, %**



Источник: Росстат

График 114. Региональный индекс производства, %

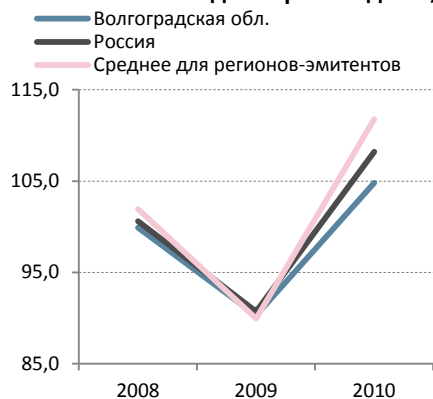
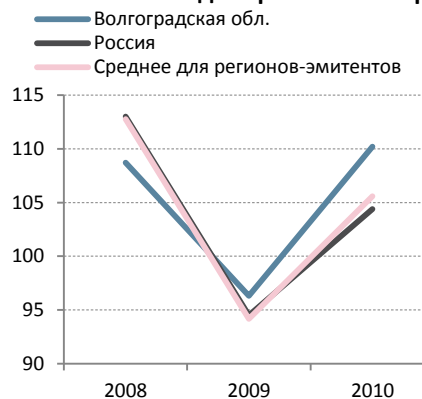


График 115. Региональный индекс розничной торговли, %



Источник: Росстат

График 116. Динамика бюджетных доходов и расходов, млн руб., (п) - планируемые

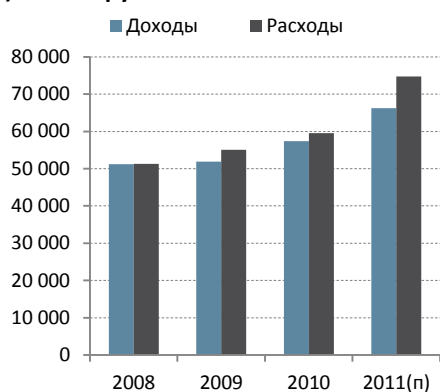
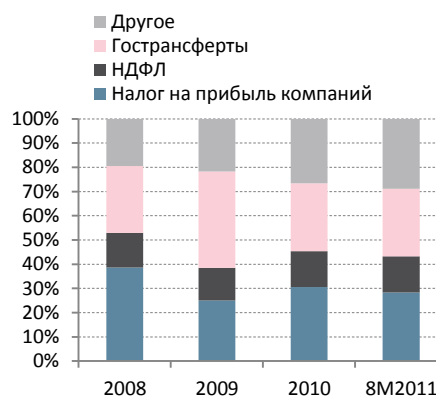


График 117. Структура бюджетных доходов, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

### Бюджет и долг

**Бюджет Волгоградской области не слишком велик – 39,3 млрд руб. за восемь месяцев 2011 г. против среднего значения для регионов-эмитентов (без учета Москвы) на уровне 57,3 млрд руб.** Доходы регионального бюджета в значительной степени независимы от центрального правительства – у 72% поступлений внутренние источники. Наиболее велики поступления от налога на прибыль корпораций, на втором месте в структуре доходов – федеральные трансферты. В 2009 г. эти статьи поменялись местами, но в 2010 г. старое положение вещей было восстановлено.

**В 2009 г. поступления от налога на прибыль корпораций сократились в регионе на 34% в годовом сопоставлении.** Федеральные трансферты увеличились на 47%, что не позволило доходам регионального бюджета опуститься ниже уровня 2008 г. В 2010 г. федеральные трансферты сократились на 22%, а поступления от налога на прибыль корпораций увеличились на 35% в годовом сопоставлении, но так и не достигли уровня 2008 г. Рост доходов регионального бюджета на 12% был достигнут прежде всего благодаря росту акцизов (на 63% в годовом сопоставлении). Это стало возможно, так как в 2010 г. правительство увеличило акцизы на производство низкокачественных нефтепродуктов: НПЗ ЛУКОЙЛа в регионе производит большой объем таких продуктов. Мы полагаем, что размер поступлений от акциза не сократится в ближайшем будущем ввиду того, что для модернизации завода потребуются годы. В то же время, инвестиции ЛУКОЙЛа в модернизацию НПЗ станут еще одним стимулом развития региональной экономики и, соответственно, увеличения доходов бюджета.

**В 2009-2010 гг. областной бюджет был дефицитным.** По итогам восьми месяцев 2011 г. он оставался дефицитным, хотя в большинстве российских регионов был зафиксирован профицит. В 2008 г. долговая нагрузка составила лишь 12% собственных доходов, но в 2009-2010 гг. она увеличилась до 23%, а в 2011 г. – до 26%. Этот уровень не является

Таблица 33. Облигации в обращении

Серия	Объем, млрд руб.	Дата погашения	A1	Репо
34001	1,0	15.05.12	-	+
34002	1,0	12.06.12	+	+
34005	2,0	04.06.14	+	+
34006	3,0	04.05.16	-	+

Источник: SBonds, региональная администрация

угрожающе высоким, однако можно говорить о сформировавшемся тренде нарастающего долга. В структуре долга преобладают бонды, но в 2009-11 гг. около 30% обязательств региона были представлены банковскими кредитами.

### Рынок облигаций

Область вышла на рынок бондов несколько позже других регионов. Первый выпуск был размещен только в мае 2003 г., однако затем была предпринята попытка “наверстать упущенное”: всего с того момента было размещено 10 выпусков, из которых четыре остаются в обращении.

График 118. Изменение размера долга

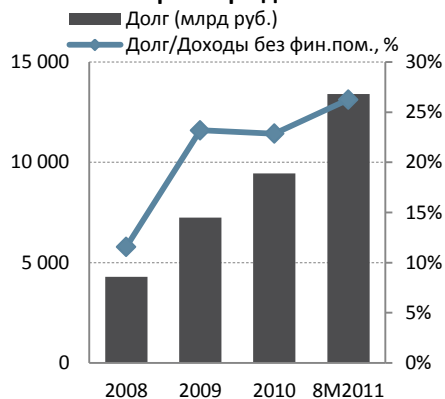
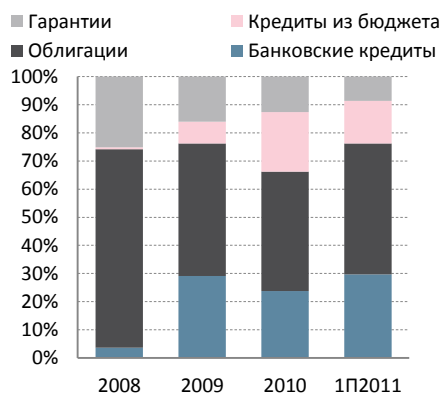


График 119. Структура долга, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

## Основные показатели

Место в рейтинге Атона: 18-ое  
Кредитный рейтинг (M/S/F): -/-/BB  
ВРП: 302,5 млрд руб.  
Население: 2 261 628  
Сайт областной администрации:  
www.govvrn.ru  
Сайт финансового органа:  
www.gfu.vrn.ru

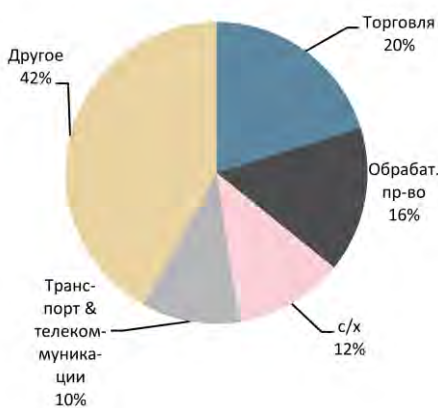
Таблица 34. Основные компании области

Название	Выручка, млрд руб.	Активы, млрд руб.
ОАО Минудобрения	19,0	13,8
ОАО Воронежэнергосбыт	17,8	1,5
ООО Газпром межрегионгаз Воронеж	15,6	3,1
ЗАО УзДЭУавтоВоронеж	10,5	3,9
ОАО Воронежнефтепродукт	9,0	1,5
ОАО Сибурэнергоменеджмент	9,0	0,2

Источник: БИР-Аналитик-ПРАЙМ

S

График 120. Структура ВРП, %



Источник: Росстат

## Воронежская область

### Плюсы

- Диверсифицированная экономика
- Сильная поддержка со стороны федерального правительства
- Поступательный рост доходов даже в период кризиса

### Минусы

- Сравнительно высокая доля федеральных трансфертов в доходах области
- Тренд нарастающего долга

### Экономика и политика

Доходы бюджета Воронежской области составляют 302,5 млрд руб. при среднем значении по России на уровне 417,7 млрд руб. ВРП на душу населения в регионе - 133,5 тыс. руб. против 194,3 тыс. руб. в среднем по России. Экономика региона достаточно разнообразна: значительны доли обрабатывающей промышленности, торговли и сельского хозяйства. Также заслуживает внимания вклад транспорта, телекоммуникаций и рынка недвижимости.

### Крупнейшие компании по размеру выручки:

- ОАО Минудобрения – крупный российский независимый производитель минеральных удобрений. Ряд крупных химических компаний (например, ЕвроХим, Акрон) выразили свою заинтересованность в установлении контроля над этим предприятием.
- ОАО Воронежская энергосбытовая компания – контролируется ООО Трансфетъсервис С
- ООО Газпром межрегионгаз Воронеж – региональное подразделение занимающейся торговлей природным газом компании из структуры Газпрома
- ЗАО УзДЭУавто Воронеж – официальный дистрибьютор (один из шести в России) автомобилей UZ-Daewoo и запасных частей к ним
- ОАО Воронежнефтепродукт – принадлежащая Роснефти компания, занимающаяся оптовой и розничной торговлей нефтью
- ОАО Сибурэнергоменеджмент – энергосбытовая компания, контролируемая структурами Газпрома

### В ходе кризиса производство в регионе пострадало меньше, чем в среднем по стране.

Однако в 2010 г. индекс производства был хуже, чем в среднем по России. Эта ситуация сохранилась и в 2011 г. – по итогам девяти месяцев этот индекс для региона составил 102,4% против 105,2% в целом для России. Это может быть связано с плановым ремонтом на Нововоронежской АЭС, которая до сентября 2011 г. работала на половинной мощности. Индекс обрабатывающей промышленности составил в 2010 г. 113,9%. Есть вероятность того, что в 2012 г. региональная промышленность будет более динамичной, так как АЭС будет работать на полной мощности весь год.

Алексей Гордеев возглавляет региональную администрацию с марта 2009 г., а закончится его срок в марте 2014 г. Ранее он был министром сельского хозяйства в правительстве России. На последних выборах в Государственную Думу «Единая Россия» получила в регионе 50% голосов.

График 121. Региональный индекс производства, %

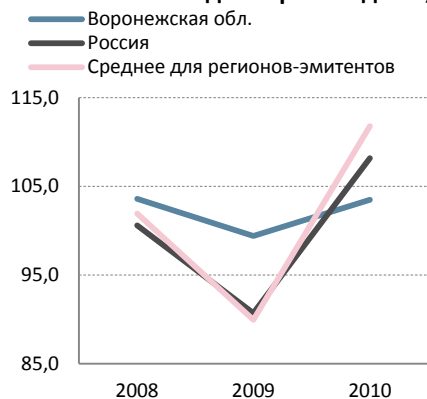
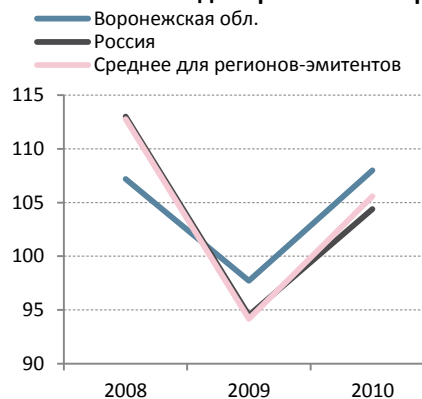


График 122. Региональный индекс розничной торговли, %

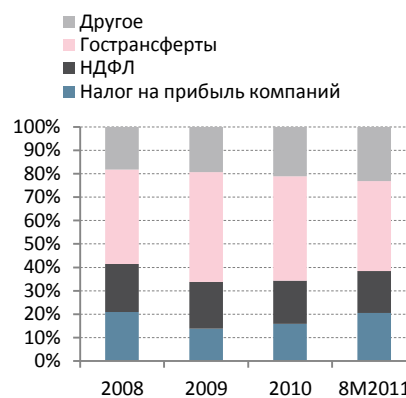


Источник: Росстат

График 123. Динамика бюджетных доходов и расходов, млн руб., (п) - планируемые



График 124. Структура бюджетных доходов, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

### Бюджет и долг

Доходы бюджета региона не слишком велики: за восемь месяцев 2011 г. они составили 38,7 млрд руб. против 57,3 млрд руб. в среднем для российских регионов-эмитентов (без учета Москвы), причем 38,5% доходов обеспечивают федеральные трансферты. В 2008 г. и первые восемь месяцев 2011 г. поступления от налога на прибыль корпораций и подоходного налога обеспечивали примерно по 20% доходов бюджета.

В 2009 г. поступления от налога на прибыль корпораций сократились на 30%, а федеральные трансферты выросли на 24% в годовом сопоставлении. Так как доля трансфертов из государственного бюджета существенно больше доли налога на прибыль корпораций, в целом доходы бюджета увеличились в 2009 г. В 2010 г. поддержка со стороны федерального правительства увеличилась; в то же время восстановились поступления от налога на прибыль корпораций, практически достигнув уровня 2008 г. В результате, доходы бюджета региона в 2010 г. выросли на 21%. Предполагалось, что в 2011 г. доходы регионального бюджета будут ниже, чем в 2010 г., однако, отталкиваясь от результатов за восемь месяцев 2011 г., мы ожидаем, что план будет перевыполнен: за восемь месяцев 2011 г. годовой план сборов был реализован на 73%, а бюджетный профицит составил 20% собственных доходов.

В 2009-10 гг. параллельно с ростом доходов повышались и расходы региона. В результате, в эти годы сохранялся бюджетный дефицит, хотя он и был существенно ниже ограничений, установленных Бюджетным кодексом.

В 2009-11 гг. наблюдалась тенденция поступательного роста долгового бремени. К концу 2011 г., по нашему мнению, оно могло достичь 34% собственных доходов. Что интересно, в эти годы имело место значительное увеличение бюджетных кредитов, так что этот источник финансирования теперь доминирует в структуре долга. Это можно истолковать как признак готовности федерального правительства оказать поддержку региону.

Таблица 35. Облигации в обращении

Серия	Объем, млрд руб.	Дата погашения	A1	Репо
34001	1,0	25.06.12	-	-

Источники: CBonds, региональная администрация

## Рынок облигаций

Воронежская область вышла на рынок бондов несколько позднее большинства других регионов, которые относятся к числу эмитентов. Первый выпуск был размещен в декабре 2004 г., а всего было размещено четыре выпуска, один из которых остается в обращении. У области не было кредитного рейтинга до ноября 2011 г., а ее бонды не были включены в котировальный список А1, что служило препятствием для многих институциональных инвесторов. После получения регионом кредитного рейтинга в ноябре 2011 г. это препятствие было устранено.

График 125. Изменение размера долга

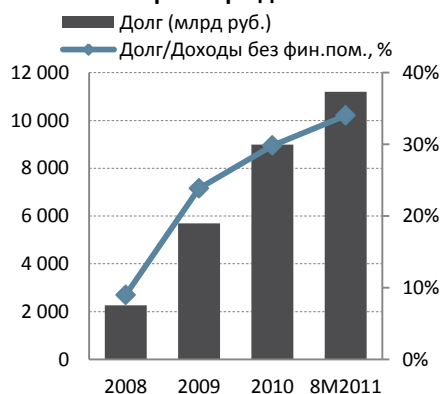
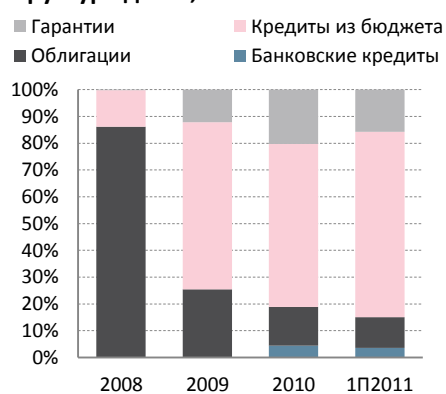


График 126. Структура долга, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона



## Основные показатели

Место в рейтинге Атона: 19-ое

Кредитный рейтинг (M/S/F): -/BB-/

ВРП: 242,5 млрд руб.

Население: 1 043 759

Сайт областной администрации:

tomsk.gov.ru

Сайт финансового органа:

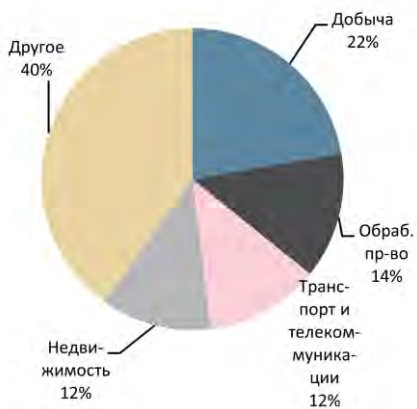
www.findep.tomsk.gov.ru

Таблица 36. Основные компании области

Название	Выручка, млрд руб.	Активы, млрд руб.
ОАО Томскнефть	72,5	87,7
ООО Газпром трансгаз Томск	20,7	18,1
ООО КДВ Групп	19,1	7,5
ОАО Технотом	15,7	23,3
ОАО Томскгазпром	12,8	14,5
ОАО Томскэнергосбыт	10,0	2,3

Источник: БИР-Аналитик-ПРАЙМ

График 127. Структура ВРП, %



Источник: Росстат

## Томская область

### Плюсы

- Устойчивые к кризису экономика и бюджет
- Низкая и сокращающаяся долговая нагрузка
- Благоприятная структура долга

### Минусы

- Политические риски возможных перестановок в руководстве
- Высокая зависимость от нефтяной отрасли

### Экономика и политика

ВРП Томской области составляет 242,5 млрд руб. против 417,7 млрд руб. в среднем по регионам России. ВРП на душу населения – 232,9 тыс. руб. (среднее значение по России – 194,3 тыс. руб.). В региональной экономике доминирует добывающая промышленность (прежде всего, - нефть и газ), значительна и доля обрабатывающей промышленности. Заметна роль транспорта, телекоммуникаций, сектора недвижимости.

### Крупнейшие компании по размеру выручки:

- ОАО Томскнефть – крупный производитель нефти; принадлежит Роснефти и Газпромнефти
- ООО Газпром трансгаз Томск – осуществляет транспортировку и поставки газа в регионе; структура Газпрома
- ООО КДВ Групп – крупный диверсифицированный частный холдинг в сфере производства продуктов питания (по преимуществу сэндвичей)
- ОАО Технотом – контролируемая менеджментом компания, предоставляющая в аренду недвижимость для коммерческого использования
- ОАО Томскгазпром – занимается разведкой и производством природного газа; контролируется Газпромом.
- ОАО Томскэнергосбыт – региональная энергосбытовая компания. Контролируется холдингом Энергострим; структура собственников не раскрывается.

Индекс производства региона продемонстрировал сравнительную устойчивость в период кризиса – в 2009 г. его сокращение было небольшим. В 2010 г. рост индекса возобновился, однако он был более медленным, чем в среднем по стране. В первые три месяца 2011 г. динамика производства была не слишком обнадеживающей – индекс составил 101,9%, прежде всего – ввиду вялой динамики добычи нефти, которая составляет более половины производства товаров в регионе.

Виктор Кресс занял пост губернатора области в 1991 г. Его очередной срок завершается в марте 2012 г. Учитывая тенденцию Кремля удалять региональных лидеров ельцинского периода, есть вероятность перемен и в Томской области. На последних выборах в Государственную Думу «Единая Россия» получила в регионе 38% голосов.

График 128. Региональный индекс производства, %

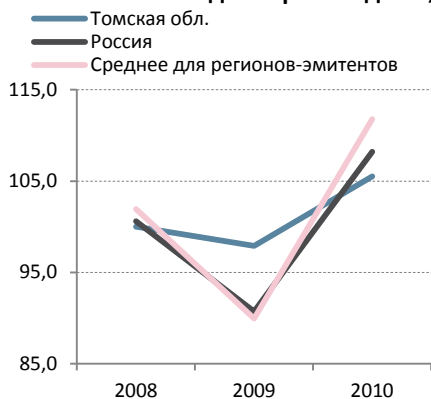
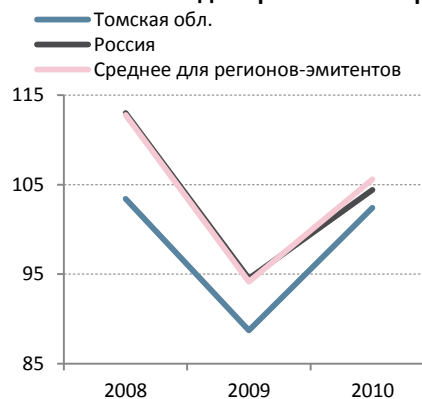


График 129. Региональный индекс розничной торговли, %



Источник: Росстат

График 130. Динамика бюджетных доходов и расходов, млн руб., (п) - планируемые

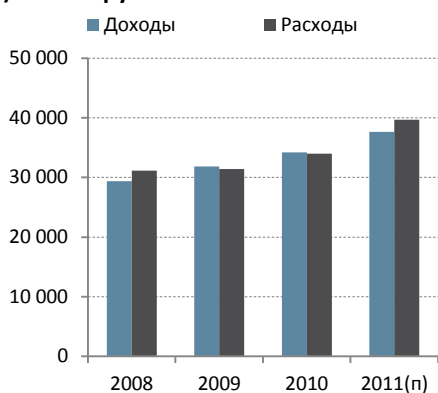
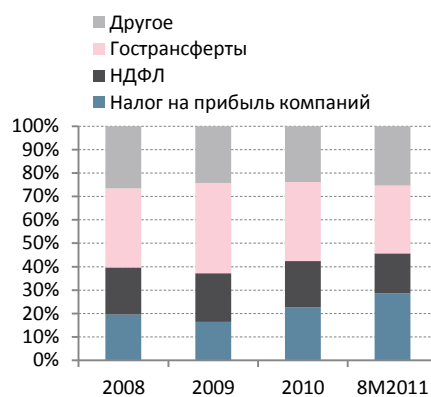


График 131. Структура бюджетных доходов, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

### Бюджет и долг

**Доходы бюджета региона не слишком велики:** за восемь месяцев 2011 г. они составили 26,8 млрд руб. против среднего значения для российских регионов-эмитентов (без учета Москвы) на уровне 57,3 млрд руб. Вместе с тем, региональный бюджет в значительной степени самодостаточен: государственные трансферты составляют менее 30% доходов. В отличие от многих других регионов Томская область смогла сократить свою зависимость от государственных трансфертов в последние четыре года. В 2008 г. их доля в региональном бюджете составляла 34%.

**Бюджетные доходы, как и региональная экономика в целом, продемонстрировали свою устойчивость к кризису.** Сокращение поступлений от налога на прибыль корпораций в 2009 г. было умеренным, в то время как поступления от подоходного налога увеличились на 12%. В 2010 г. поступления от налога на прибыль корпораций существенно превысили докризисный уровень, а по итогам восьми месяцев 2011 г. эти поступления превзошли уровень 2010 г. В целом, доходы регионального бюджета поступательно росли в последние четыре года.

В 2008-10 гг. бюджет области был хорошо сбалансированным, в 2011 г. ожидался небольшой дефицит, но по итогам первых восьми месяцев этого года зафиксирован значительный профицит.

Объем долга сокращался в абсолютных цифрах в 2008-2011 гг., а учитывая рост собственных доходов области, падение долгового бремени (в относительных цифрах) оказалось еще сильнее. В 2008 г. долговая нагрузка составляла около 40% собственных доходов, а оценка за восемь месяцев 2011 г. – 23%. Обязательства области представлены по преимуществу бондами и бюджетными кредитами, причем доля последних возрастает.

Таблица 37. Облигации в обращении

Серия	Объем, млрд руб.	Дата погашения	A1	Репо
34030	3,2	26.12.11	+	+
34034	1,4	17.12.12	+	+
34037	2,5	27.11.13	+	+

Источники: CBonds, региональная администрация

## Рынок облигаций

Регион впервые вышел на рынок бондов в ноябре 2003 г. Всего было размещено семь выпусков, из которых три по-прежнему находятся в обращении.

График 132. Изменение размера долга

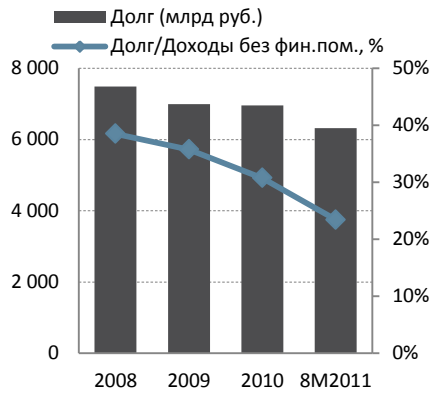
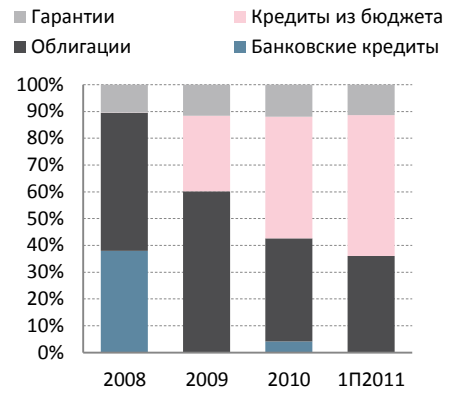


График 133. Структура долга, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

## Основные показатели

Место в рейтинге Атона: 20-ое  
Кредитный рейтинг (M/S/F): -/BB/-  
ВРП: 226,5 млрд руб.  
Население: 1 157 852  
Сайт областной администрации:  
www.admlr.lipetsk.ru  
Сайт финансового органа:  
www.admlr.lipetsk.ru

Таблица 38. Основные компании области

Название	Выручка, млрд руб.	Активы, млрд руб.
ОАО НЛМК	179,9	390,2
ОАО Лебедянский	23,9	14,9
ЗАО Индезит Интернэшнл	16,4	15,2
ООО Рошен	14,6	3,6
ООО Газпром межрегионгаз Липецк	14,2	1,8

Источник: БИР-Аналитик-ПРАЙМ

График 134. Структура ВРП, %



Источник: Росстат

График 135. Региональный индекс производства, %

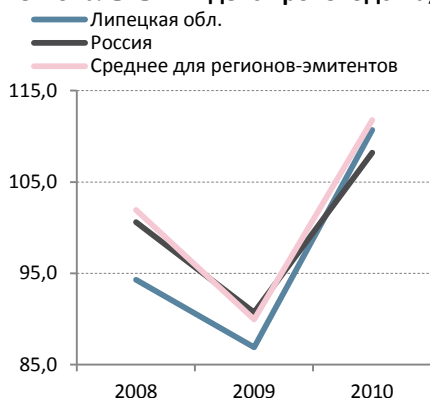
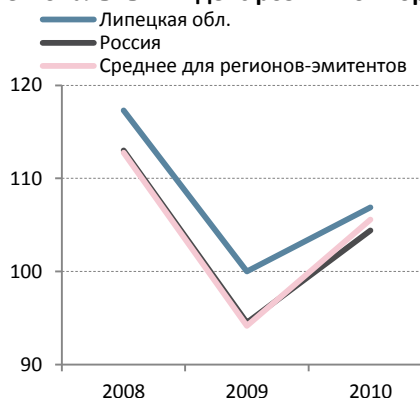


График 136. Региональный индекс розничной торговли, %



Источник: Росстат

## Липецкая область

### Плюсы

- Низкая и продолжающаяся сокращаться долговая нагрузка
- Хорошо развитая промышленность

### Минусы

- Высокая зависимость от единственного предприятия
- Высокая волатильность собственных доходов
- Растущая зависимость от банковских кредитов

### Экономика и политика

ВРП Липецкой области составляет 226,5 млрд руб., в то время как среднее значение по России – 417,7 млрд руб. ВРП на душу населения – 195,1 тыс. руб. при среднероссийском показателе 194,3 тыс. руб. Экономика региона сильно зависит от обрабатывающей промышленности, доля которой в ВРП превышает 40%. Преобладающая отрасль промышленности – металлургия.

### Крупнейшие компании по размеру выручки:

- ОАО НЛМК – одна из крупнейших в стране сталелитейных компаний. Принадлежит Владимиру Лисину.
- ОАО Лебедянский – российский актив международного производителя напитков PepsiCo
- ЗАО Индезит Интернэшнл – российский актив итальянского производителя бытовой техники Indesit
- ООО Рошен – российский актив украинской кондитерской компании Roshen
- ООО Газпром межрегионгаз Липецк – занимается транспортировкой и поставками газа; структура Газпрома

Региональный индекс производства начал понижаться в 2008г., а его падение в 2009 г. было куда более значительным, чем в среднем по стране. Однако в 2010 г. восстановление производства в регионе шло опережающими темпами (111,8% против среднего значения по России 108,2%). За девять месяцев 2011 г. этот индекс составил 102,5% против 105,2% по России. Металлургия растет сравнительно медленно, тормозя индекс, но машиностроение выросло на 125,4%. В то же время, торговля, которая обеспечивает 9% ВРП, росла быстрее, чем в среднем по регионам России.

Олег Королев возглавил региональную администрацию с 1998 г.; его срок истекает в июне 2015 г. На последних выборах в Государственную Думу “Единая Россия” получила в регионе 40% голосов.

График 137 Динамика доходов и расходов, млн руб., (п) - планируемые

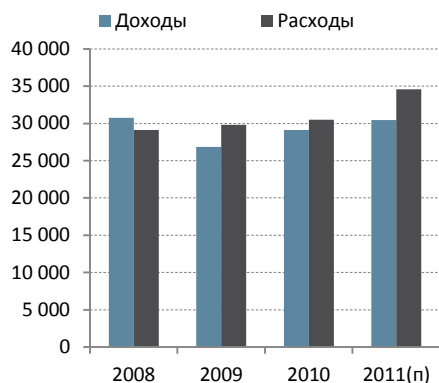
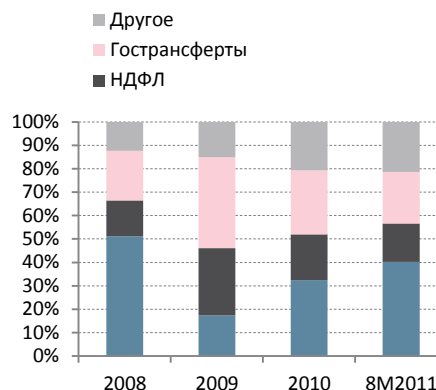


График 138. Структура бюджетных доходов, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

### Бюджет и долг

**Доходы бюджета региона не слишком велики – они составляют 22,9 млрд руб. против среднего значения для российских регионов-эмитентов (кроме Москвы) 57,3 млрд руб.** Основная особенность областного бюджета – повышенная волатильность доходов, прежде всего, - поступлений от налога на прибыль корпораций. Так как основным налогоплательщиком региона является НЛМК, величина доходов бюджета испытывает сильную корреляцию с условиями на рынке стали. В 2008 г., который был благоприятным для производителей стали, налог на прибыль корпораций принес более половины доходов бюджета, а в 2009 г. – менее 20% (в абсолютных цифрах сокращение поступлений оказалось более чем втрое). Впрочем, увеличение государственных трансфертов частично компенсировало уменьшение собственных доходов регионального бюджета.

**Тем не менее, государственная поддержка не смогла предотвратить падение доходов регионального бюджета на 13% в 2009 г.** В 2010 г. началось улучшение ситуации, однако возврата к уровням 2008 г. достигнуто не было: это, вероятно, произойдет только в 2011 г.

**В отличие от доходов, расходы области росли последние четыре года,** что привело к возникновению дефицита бюджета с 2009 г. Соответственно, увеличился и размер долга.

Уменьшение поступлений от налога на прибыль корпораций в 2009 г. привело к сокращению собственных доходов области. Результатом стало повышение размера долга с 17% собственных доходов до 26%. Впрочем, мы не считаем этот уровень значительным, тем более что в последние два года размер долга в относительных цифрах снизился. Что касается структуры долга, регион сократил долю бондов и увеличил долю бюджетных кредитов. Последнее можно рассматривать как хорошее свидетельство наличия поддержки со стороны федерального правительства и доступа к дешевому фондированию, однако мы считаем одновременное наращивание банковских кредитов дополнительным источником уязвимости ввиду их более коротких сроков и, возможно, более высоких процентных ставок.

### Рынок облигаций

Липецкая область – сравнительно новый игрок на рынке бондов: первое размещение было проведено в сентябре 2005 г. Всего было размещено пять выпусков, из которых один остается в обращении.

Таблица 39. Облигации в обращении

Серия	Объем, млрд руб.	Дата погашения	A1	Репо
34006	1,5	05.06.13	-	+

Источники: CBonds, региональная администрация

График 139. Изменение размера долга

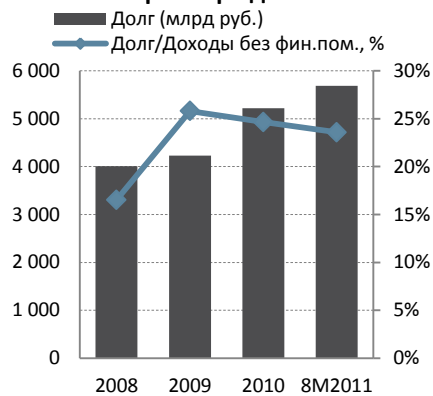
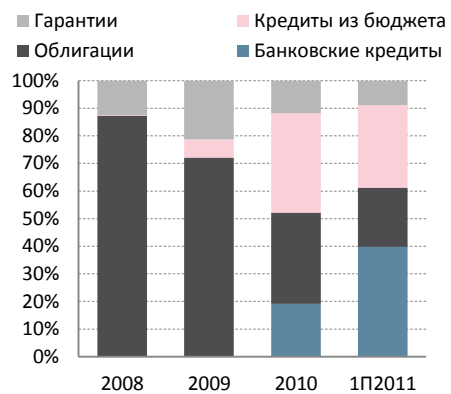


График 140. Структура долга, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

## Основные показатели

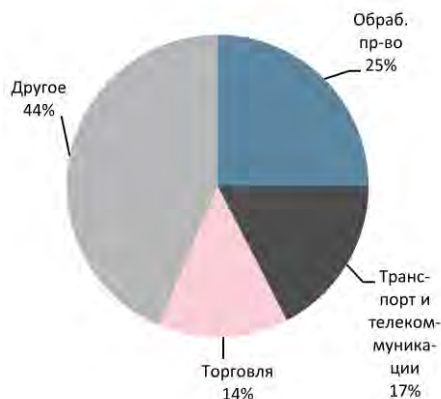
Место в рейтинге Атона: 21-ое  
Кредитный рейтинг (M/S/F): -/-/ВВ-  
ВРП: 212,8 млрд руб.  
Население: 1 306 320  
Сайт областной администрации:  
www.yarregion.ru  
Сайт финансового органа:  
www.yarregion.ru/depts/depfin

Таблица 40. Основные компании области

Название	Выручка, млрд руб.	Активы, млрд руб.
ОАО ТГК-2	27,5	39,1
ООО Силовые агрегаты – Группа ГАЗ	18,3	3,7
ОАО Славнефть-Ярославнефтеоргсинтез	16,4	29,9
ОАО Ярославская энергосбытовая компания	13,9	2,3
ОАО Автодизель	13,1	13,1
ОАО НПО Сатурн	9,8	38,2

Источник: БИР-Аналитик-ПРАЙМ

График 141. Структура ВРП, %



Источник: Росстат

## Ярославская область

### Плюсы

- Растущие налоговые доходы
- Помощь федерального правительства
- Сокращающаяся долговая нагрузка

### Минусы

- Возможна смена губернатора
- Медленное экономическое развитие
- Растущий дефицит бюджета

### Экономика и политика

ВРП Ярославской области составляет 212,8 млрд руб. против среднего по стране значения 417,7 млрд руб. ВРП на душу населения равен 162,6 тыс. руб. (среднее по стране – 194,3 тыс. руб.). Обрабатывающая промышленность – основной сектор экономики региона; также велики доли в ВРП транспорта и телекоммуникаций, торговли.

#### Крупнейшие компании по размеру выручки:

- ОАО ТГК-2 – территориальная генерирующая компания, обслуживающая шесть регионов. Контролируется Группой Синтез Леонида Лебедева. В настоящее время существует конфликт акционеров .
- ООО Силовые агрегаты – Группа ГАЗ – производящее двигатели подразделение Группы ГАЗ, контролируемой Олегом Дерипаской
- ОАО Славнефть-Ярославнефтеоргсинтез – НПЗ, контролируемый Газпромнефтью и ТНК-ВР
- ОАО Ярославская энергосбытовая компания – контролируется ООО Транснефтьсервис С
- ОАО Автодизель – часть ООО Силовые агрегаты – Группа ГАЗ
- ОАО НПО Сатурн – производитель авиадвигателей, входит в государственный холдинг ОАО ОПК Оборонпром

В 2008 г. региональный индекс производства снизился. В 2009 г. падение продолжалось, причем более быстрыми темпами, чем в целом по стране. В 2010 г. скорость восстановления была на среднероссийском уровне. По итогам девяти месяцев 2011 г. региональный индекс производства составил 110,8% против 105,2% для России. Торговля оказалась еще одним слабым звеном в цепи во время кризиса 2009 г.: ее динамика в регионе оказалась хуже средних значений по стране. За девять месяцев 2011 г. индекс розничной торговли составил 110,1%.

С декабря 2007 г. губернатором Ярославской области является Сергей Вахруков. Срок его полномочий истекает в декабре 2012 г. Ранее он работал помощником представителя президента России в Уральском федеральном округе. На последних выборах в Государственную Думу “Единая Россия” получила 29% голосов. Столь низкий результат может привести к смене губернатора.

График 142 Региональный индекс производства, %

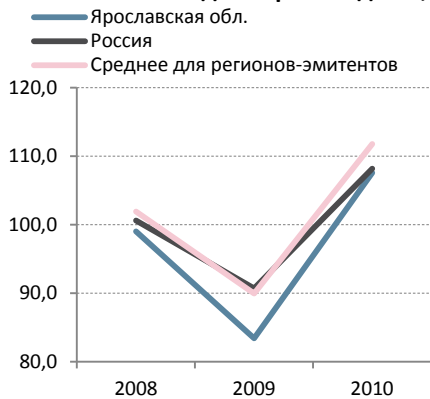
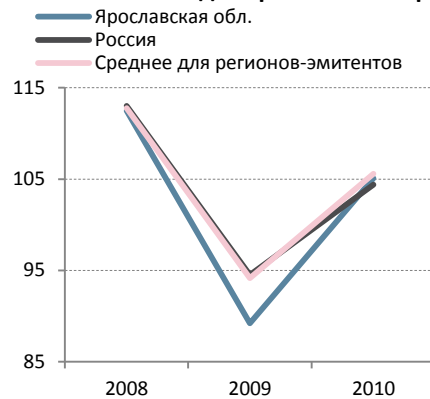


График 143. Региональный индекс розничной торговли, %



Источник: Росстат

График 144. Динамика бюджетных доходов и расходов, млн руб., (п) - планируемые

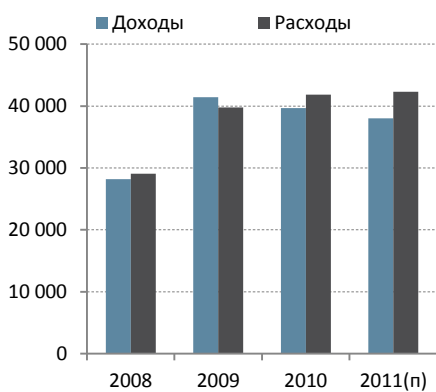
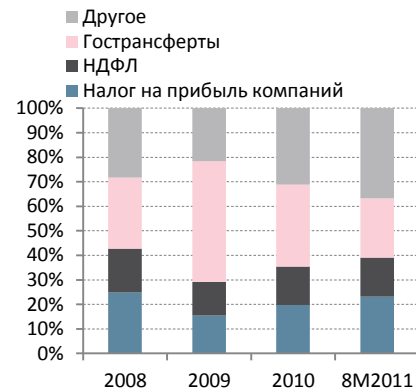


График 145. Структура бюджетных доходов, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

### Бюджет и долг

**Доходы бюджета региона не слишком велики: за восемь месяцев 2011 г. они составили 27,3 млрд руб. против среднего значения для российских регионов-эмитентов (без учета Москвы) в размере 57,3 млрд руб.** Вместе с тем, региональный бюджет относительно самодостаточен – за восемь месяцев 2011 г. федеральные трансферты обеспечили только 24% его доходов. Как и в других промышленных регионах, во время кризиса 2009 г. федеральные трансферты резко увеличились, однако в Ярославской области это не сопровождалось слишком глубоким падением поступлений от налога на прибыль корпораций (понижение только на 8,6%). Трансферты из федерального бюджета выросли примерно в 2,5 раза (прежде всего благодаря Федеральным целевым программам). В результате, доходы регионального бюджета взлетели на 47%, в то время как во многих других промышленных регионах в 2009 г. отмечалось сокращение доходов.

В 2010 г. поступления от налогов выросли, но федеральные трансферты сократились, что привело к небольшому понижению доходов регионального бюджета. В 2011 г. доля трансфертов федерального бюджета в структуре доходов региона продолжала сокращаться.

**Расходы региона в 2010-11 гг. не сокращались, в отличие от доходов.** В результате, в 2010 г. бюджет был сведен с дефицитом; ожидалось, что в 2011 г. расходы вновь превзойдут доходы. Впрочем, по итогам восьми месяцев 2011 г. достигнут профицит в размере 17% собственных доходов, причем доходная часть бюджета выполнена на 72% от годового плана.

**Долг региона в абсолютных цифрах более или менее стабилен.** В 2010 г. он вырос на 2 млрд руб., по преимуществу за счет бюджетных кредитов; в 2011 г. наблюдалось

Таблица 41. Облигации в обращении

Серия	Объем, млрд руб.	Дата погашения	A1	Репо
34009	3,0	16.05.13	+	+
34010	3,0	15.04.14	-	+

Источники: CBonds, региональная администрация

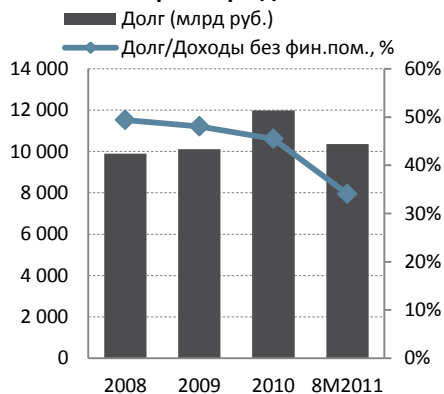


сокращение долга примерно на ту же цифру ввиду погашения банковских кредитов. Отношение долга к собственным доходам региона уменьшилось в последние четыре года. Мы прогнозируем, что к концу 2011 г. долговая нагрузка составит лишь приемлемые 34% собственных доходов области. Впрочем, доля банковских кредитов в структуре долга остается довольно высокой – более 25%.

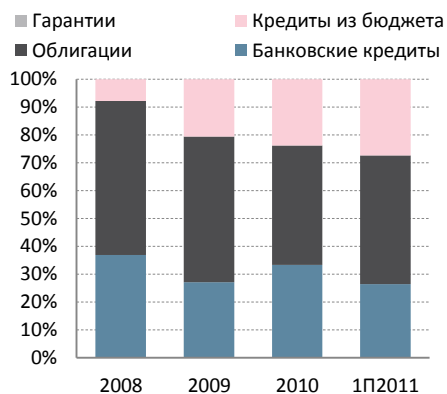
### Рынок облигаций

Регион вышел на рынок бондов в октябре 2003 г. и был довольно активным: всего размещено 10 выпусков, из которых в настоящий момент в обращении остаются два.

**График 146. Изменение размера долга**



**График 147. Структура долга, %**



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

## Основные показатели

Место в рейтинге Атона: 22-ое

Кредитный рейтинг (M/S/F): -/B+/-

ВРП: 197,9 млрд руб.

Население: 1 360 257

Сайт областной администрации:

www.region.tver.ru

Сайт финансового органа: reg.tverfin.ru

## Тверская область

### Плюсы

- Рост налоговых поступлений
- Помощь федерального правительства
- Уменьшающаяся долговая нагрузка
- Благоприятная структура долга

### Минусы

- Бонды не подходят для инвестиций пенсионных накоплений и страховых резервов
- Растущий дефицит бюджета

### Экономика и политика

ВРП Тверской области составляет 197,9 млрд руб. против 417,7 млрд руб. в среднем по России; ВРП на душу населения также уступает среднероссийскому значению: 145,0 тыс. руб. против 194,3 тыс. руб. Крупнейшие сектора региональной экономики – обрабатывающая промышленность и торговля; также значителен вклад в ВРП инфраструктуры (транспорта и телекоммуникаций, а также распределения газа и электроэнергии).

#### Крупнейшие компании по размеру выручки:

- ОАО ТВЗ – крупнейший производитель различных видов пассажирских вагонов на территории России и стран СНГ. Контролируется ЗАО Трансмашхолдинг Искандера Махмудова и Андрея Бокарева. 42,5%-ная доля принадлежит государству.
- ООО Ритм-2000 – крупный частный ритейлер
- ООО Газпром межрегионгаз Тверь – региональное подразделение входящей в структуру контролируемого государством Газпрома компании, занимающейся розничной торговлей природным газом
- ОАО Тверьэнергосбыт – энергосбытовая компания, контролируемая холдингом Энергострим; структура собственности не раскрывается
- ООО СО Тверьнефтепродукт – топливный оператор; принадлежит Сургутнефтегазу

**Торговля (крупнейший сектор региональной экономики) развивается в области в целом так же, как и в стране в целом (а в 2009-2010 гг. – даже несколько быстрее).** Впрочем, в сентябре 2011 г. индекс розничной торговли составил 104,3% против 109,2% по России. Промышленность региона в высокой степени уязвима к внешним шокам, что отразилось в индексе производства в 2009 г. – он оказался существенно ниже, чем в целом по России. В то же время, в 2010-2011 гг. восстановление сектора в регионе шло опережающими темпами. В сентябре 2011 г. индекс производства составил 111,6% против 103,9% по России.

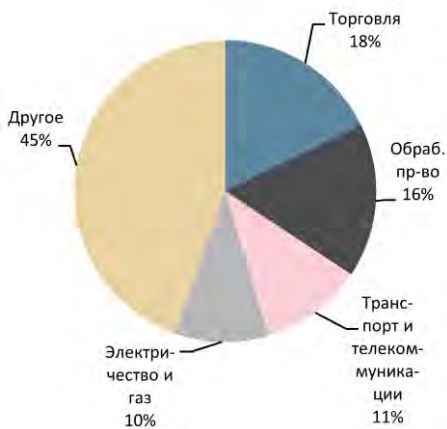
С июля 2011 Г. губернатором Тверской области является Андрей Шевелев; срок его полномочий истекает в июле 2016 г. Ранее он был заместителем губернатора Рязанской области, а до того – работал в Государственной Думе. На последних выборах в Государственную Думу “Единая Россия” получила в регионе 38% голосов.

Таблица 42. Основные компании области

Название	Выручка, млрд руб.	Активы, млрд руб.
ОАО ТВЗ	16,1	15,8
ООО Ритм-2000	12,9	3,6
ООО Газпром межрегионгаз Тверь	12,6	2,0
ОАО Тверьэнергосбыт	12,5	3,7
ООО СО Тверьнефтепродукт	12,1	1,5

Источник: БИР-Аналитик-ПРАЙМ

График 148. Структура ВРП, %



Источник: Росстат

График 149. Региональный индекс производства, %

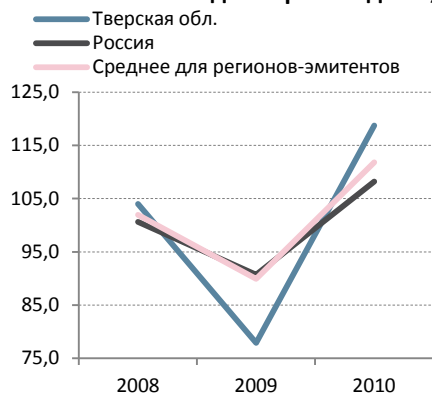
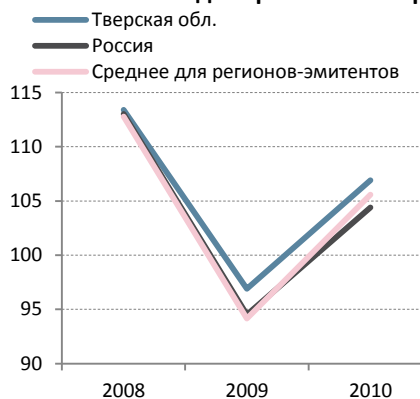


График 150. Региональный индекс розничной торговли, %



Источник: Росстат

График 151. Динамика бюджетных доходов и расходов, млн руб., (п) - планируемые

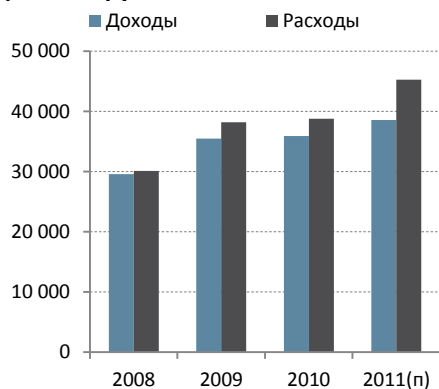
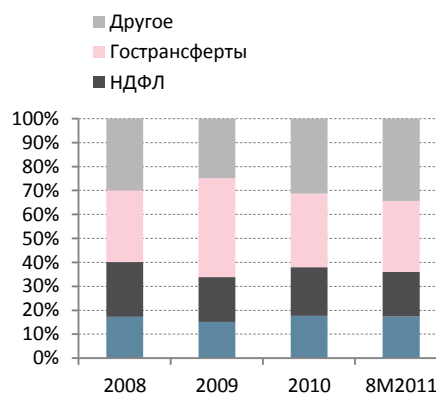


График 152. Структура бюджетных доходов, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

### Бюджет и долг

Доходы бюджета Тверской области не очень значительны: за восемь месяцев 2011 г. они составили 26,0 млрд руб. против среднего значения для российских регионов-эмитентов (без учета Москвы) 57,3 млрд руб. За восемь месяцев 2011 г. федеральные трансферты обеспечили 24% доходов регионального бюджета – таким образом, степень самодостаточности области достаточно высока. Несмотря на понижение индекса производства в 2009 г., поступления от налогов (как корпоративных, так и индивидуальных) неожиданно продолжали расти. В то же время объем государственных трансфертов увеличился в 1,7 раза. В результате, общий рост доходов регионального бюджета составил 20%. Как и в случае Ярославской области, подобное значительное увеличение доходов было редким среди российских регионов в 2009 г.

После 2009 г. государство сократило размер своей поддержки, однако в результате повышения собственных доходов области, общий показатель ее доходов не снизился. Превышение региональными расходами доходов в 2009-2010 гг. привело к дефициту.

Дефицит был профинансирован увеличением долга – долговая нагрузка существенно увеличилась. В 2009-10 гг. долг области превысил 50% ее собственных доходов: этот уровень представляется нам высоким. При быстром росте собственных доходов относительный размер долга может сократиться в 2011 г., достигнув 37% к концу этого года. По нашему мнению, структура долга является в целом здоровой: наиболее велика в обязательствах региона доля бондов, в то время как доля банковских кредитов сокращается.

### Рынок облигаций

Тверская область вышла на рынок бондов в августе 2002 г.; всего ею было размещено семь выпусков своих долговых обязательств. Первый выпуск был связан с некоторыми

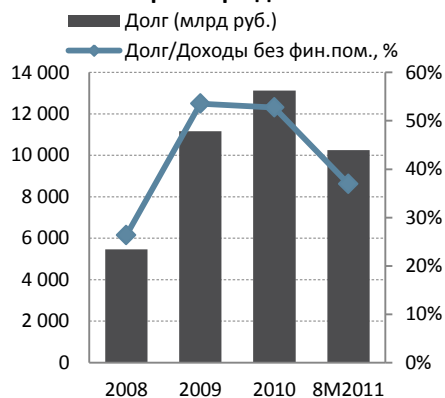
Таблица 43. Облигации в обращении

Серия	Объем, млрд руб.	Дата погашения	A1	Репо
34005	4,0	26.12.13	-	+
34006	3,0	12.06.14	-	+
34007	3,0	15.12.15	-	+

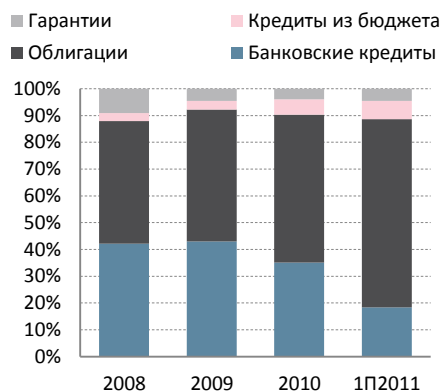
Источники: CBonds, региональная администрация

неприятными обстоятельствами – средства от него не были использованы должным образом региональными властями, что закончилось возбуждением уголовных дел (бывший губернатор Владимир Платов был приговорен к тюремному заключению). Так или иначе, регион полностью погасил этот выпуск, и инвесторы не пострадали. В настоящее время в обращении находятся три выпуска бондов Тверской области. Основная их проблема в том, что в них нельзя инвестировать ни пенсионные накопления, ни страховые резервы, так как кредитный рейтинг области недостаточен, а бонды не включены в котировальный список А1.

**График 153. Изменение размера долга**



**График 154. Структура долга, %**



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

### Основные показатели

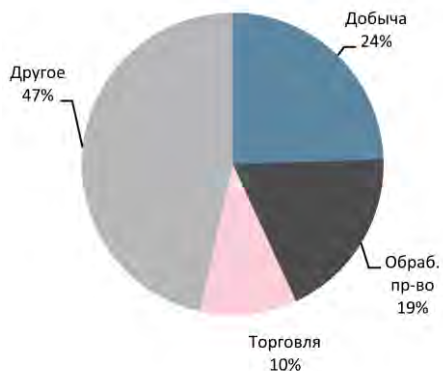
Место в ранкинге Атона: 23-е  
Кредитный рейтинг (M/S/F): Ba1/-/BB+  
ВРП: 229,4 млрд руб.  
Население: 1 526 304  
Сайт республиканской администрации:  
www.udmurt.ru  
Сайт финансового органа: www.mfur.ru

Таблица 44. Основные компании республики

Название	Выручка, млрд руб.	Активы, млрд руб.
ОАО Удмуртнефть	49,7	31,0
ООО Белкамнефть	13,7	17,7
ОАО Ижсталь	11,8	10,8
ОАО Чепецкий механический завод	11,7	15,0
ОАО Удмуртская энергосбытовая компания	11,5	1,5
ДООАО Спецгазавотранс	10,0	7,6

Источник: БИР-Аналитик-ПРАЙМ

График 155. Структура ВРП, %



Источник: Росстат

## Удмуртская республика

### Плюсы

- Хорошо диверсифицированная экономика
- Благоприятная структура долга

### Минусы

- Слабая динамика доходов
- Растущий бюджетный дефицит
- Сравнительно высокая долговая нагрузка

### Экономика и политика

ВРП региона составляет 229,4 млрд руб. против 417,7 млрд руб. в среднем по России. ВРП на душу населения – 150,3 тыс. руб. против среднероссийского показателя 194,3 тыс. руб. Экономика Удмуртии хорошо диверсифицирована, наибольшую роль в ней играют добывающая отрасль (прежде всего, добыча нефти), обрабатывающая промышленность и торговля.

#### Крупнейшие компании по размеру выручки:

- ОАО Удмуртнефть – нефтедобывающая компания, контролируемая принадлежащей государству Роснефти
- ООО Белкамнефть – нефтедобывающая компания, контролируемая РуссНефтью Михаила Гуцериева
- ОАО Ижсталь – производитель стали, принадлежащий Группе Мечел
- ОАО Чепецкий механический завод – производитель ядерных материалов; часть принадлежащего государству ядерного холдинга ТВЭЛ
- ОАО Удмуртская энергосбытовая компания – контролируется КЭС-Холдингом
- ДООАО Спецгазавотранс – строительная компания, контролируемая принадлежащим государству Газпромом

В республике также есть ряд производителей вооружения и военной техники, а также автомобильный завод, восстановление которого после процедуры банкротства находится на начальных стадиях.

**Значительная доля нефтяной отрасли в региональной экономике укрепляет ее устойчивость.** В 2009 г. спад производства в регионе был меньше, чем в целом по России; за десять месяцев 2011 г. индекс производства составил 109,2% против 105,1% в среднем по России. Торговая сфера в минувшие четыре года, как правило, развивалась опережающими темпами по отношению к среднероссийским показателям. За десять месяцев 2011 г. индекс розничной торговли составил в республике 111,9% против 106,2% в целом по России.

Глава Республики Удмуртия – Александр Волков; он занимает этот пост с 1995 г., а истекает срок его полномочий в феврале 2014 г. На последних выборах в Государственную Думу “Единая Россия” получила в регионе 45% голосов.

График 156. Региональный индекс производства, %

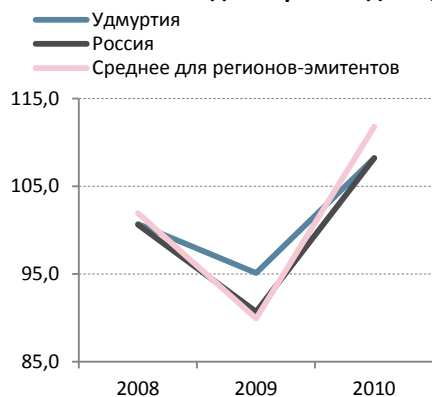
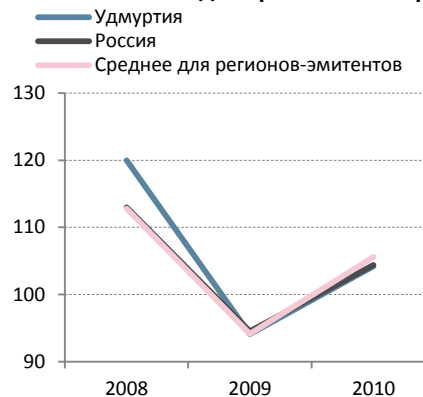


График 157. Региональный индекс розничной торговли, %



Источник: Росстат

График 158. Динамика бюджетных доходов и расходов, млн руб., (п) - планируемые

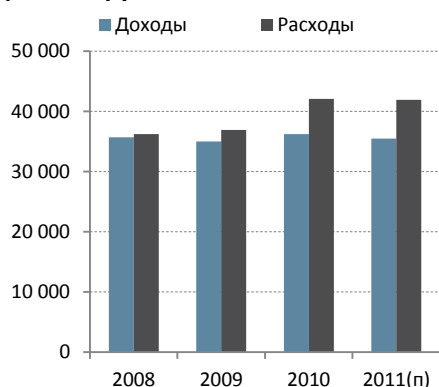
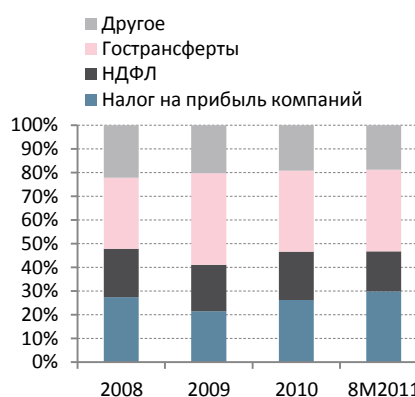


График 159. Структура бюджетных доходов, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

### Бюджет и долг

Бюджет региона составляет 28,9 млрд руб. против 57,3 млрд руб. в среднем для российских регионов-эмитентов (без учета Москвы). Государственные трансферты обеспечивают примерно треть доходов регионального бюджета. В 2009 г. поступления от налога на прибыль корпораций сократились на 24%, а государство увеличило свои трансферты на 37%, тем самым предотвратив существенное падение доходов региона. В 2010 г., в условиях роста собственных доходов региона, государство сократило свою помощь. В результате, доходы регионального бюджета остались на прежнем уровне. В бюджете-2011 не заложены ожидания дальнейшего роста доходов.

В то время как доходы бюджета оставались стабильными, расходы росли, особенно в 2010 г., что привело к значительному увеличению бюджетного дефицита. Ввиду роста дефицита регион также столкнулся и с увеличением долга. В 2008 г. долг Удмуртии был эквивалентен 16% собственных доходов, а в 2010 г. – более 50%. В соответствии с бюджетом-2011 предполагается сократить долговую нагрузку до 47%, однако это по-прежнему высокий уровень. В структуре долга преобладают бонды, хотя их доля сократилась в пользу бюджетных кредитов, объем которых увеличился в 2010 г. В 2009-2010 гг. у региона возникла задолженность перед банками, однако она по преимуществу выплачена. Республика также сократила объем своих гарантий.

### Рынок облигаций

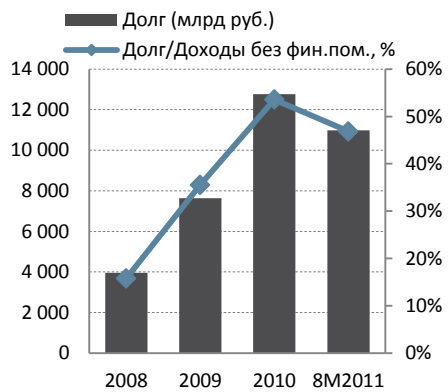
Удмуртия обратилась к рынку бондов несколько позже, чем многие другие регионы. Первый выпуск был размещен в декабре 2005 г., а всего было размещено пять выпусков, из которых четыре остаются в обращении (последнее размещение состоялось в декабре 2011 г.).

Таблица 45. Облигации в обращении

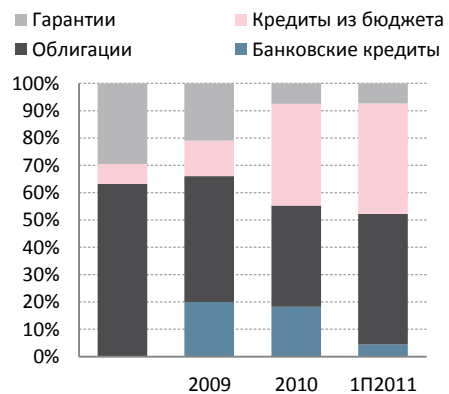
Серия	Объем, млрд руб.	Дата погашения	A1	Репо
25002	2,5	15.07.12	-	+
25003	1,0	14.07.13	-	+
34004	2,0	25.11.15	+	+
34005	2,0	24.11.16	-	-

Источники: CBonds, региональная администрация

**График 160. Изменение размера долга**



**График 161. Структура долга, %**



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

## Республика Хакасия

### Основные показатели

Место в ранкинге Атона: 24-ое  
Кредитный рейтинг (M/S/F): -/-/BB-  
ВРП: 83,3 млрд руб.  
Население: 538 054  
Сайт республиканской администрации:  
www.r-19.ru  
Сайт финансового органа:  
www.r-19.ru/mainpage/authority/21  
/finance-ministry/ all-info.html

Таблица 46. Основные компании республики

Название	Выручка, млрд руб.	Активы, млрд руб.
ОАО РУСАЛ Саяногорск	27,9	15,1
ООО СибРегионТорг	4,2	2,0
ЗАО Саянское управление основных сооружений	4,2	0,8
ОАО РУСАЛ Саянал	4,0	2,6
ООО СУЭК-Хакасия	3,7	2,6
ОАО Хакасэнергосбыт	3,3	0,8

Источник: БИР-Аналитик-ПРАЙМ

График 162. Структура РВП, %



Источник: Росстат

### Плюсы

- Устойчивая в период кризиса экономика, ориентированная на инфраструктуру
- Растущие бюджетные доходы
- Приемлемая долговая нагрузка

### Минусы

- Небольшие экономика и бюджет
- Растущий долг

### Экономика и политика

ВРП Хакасии составляет 83,3 млрд руб., являясь одним из наименьших среди регионов-эмитентов. ВРП на душу населения составляет 155,7 тыс. руб. против среднероссийского значения 194,3 тыс. руб. Впрочем, учитывая малые размеры экономики региона, это достаточно высокий уровень. Наиболее значителен вклад в ВРП инфраструктуры: распределения электроэнергии и газа, транспорта, телекоммуникаций. Также существенны доли обрабатывающей промышленности и сектора недвижимости.

#### Крупнейшие компании по размеру выручки:

- ОАО РУСАЛ Саяногорск – алюминиевый завод, принадлежащий UC RUSAL Олега Дерипаски (крупнейшему российскому производителю алюминия)
- ООО СибРегионТорг – торговая компания с неразглашаемыми именами собственников
- ЗАО Саянское управление основных сооружений – строительная компания, специализирующаяся на ГЭС. Принимала активное участие в ремонтно-восстановительных работах после аварии на Саяно-Шушенской ГЭС.
- ОАО РУСАЛ Саянал – крупный производитель алюминиевой фольги, контролируемый UC RUSAL
- ООО СУЭК-Хакасия – производитель угля; входит в СУЭК (контролируемый Андреем Мельниченко)
- ОАО Хакасэнергосбыт – региональная энергосбытовая компания с неразглашаемыми собственниками

В 2008 г. рост производства в регионе был значительно быстрее, чем в целом по стране, однако в 2009 г. Хакасия пережила то же падение, что и российская экономика. Мы полагаем, что авария на Саяно-Шушенской ГЭС оказала негативное воздействие на динамику региональной экономики, хотя нужно отметить, что темпы восстановления региональной экономики оказались на уровне общероссийских темпов подъема. Индекс торговли в республике снижился в последние несколько лет.

В 2011 г. рост производства в республике был очень быстрым – его индекс в октябре составил 112,2%. Наиболее значителен вклад в этот рывок производства электроэнергии с восстановленной ГЭС. Индекс розничной торговли в октябре 2011 г. составил 113,3% в годовом сопоставлении.

Председателем правительства Республики Хакасия с января 2009 г. является Виктор Зимин; срок его полномочий истекает в январе 2014 г. Ранее он работал в Государственной Думе России. На последних выборах в нижнюю палату российского парламента “Единая Россия” получила 40% голосов.



График 163. Региональный индекс производства, %

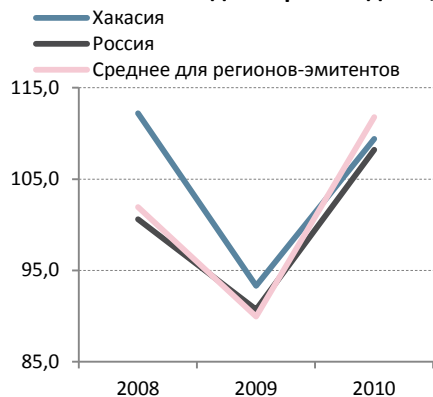
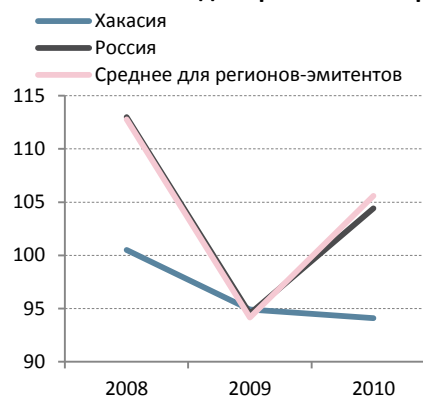


График 164. Региональный индекс розничной торговли, %



Источник: Росстат

График 165. Динамика бюджетных доходов и расходов, млн руб., (п) - планируемые

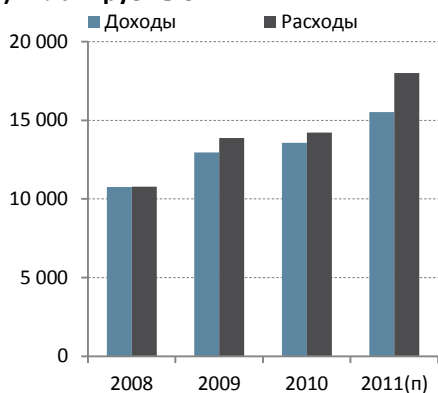
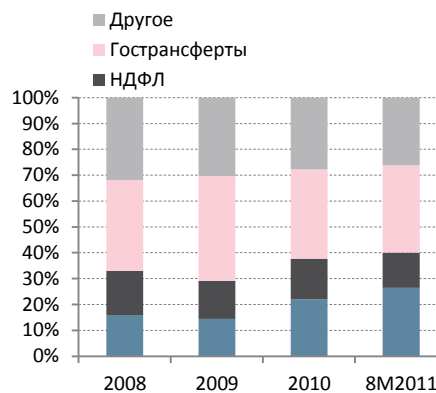


График 166. Структура бюджетных доходов, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

Таблица 47. Облигации в обращении

Серия	Объем, млрд руб.	Дата погашения	A1	Репо
34001	1,2	25.08.13	-	+

Источники: CBonds, региональная администрация

### Бюджет и долг

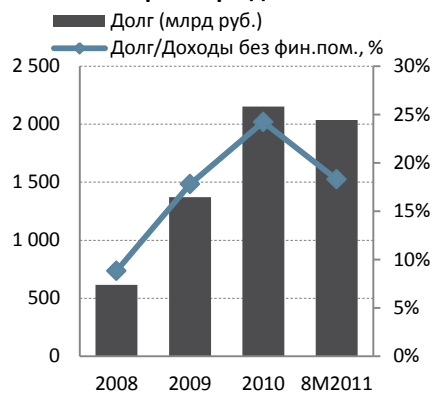
**Доходы бюджета Хакасии являются наиболее низкими среди российских регионов-эмитентов (10,4 млрд руб.)** На государственные трансферты приходится примерно треть доходов регионального бюджета. В 2009 г. в Хакасии, в отличие от большинства других регионов, собственные доходы не сократились, а, наоборот, выросли. В то же время, федеральный центр увеличил трансферты в региональный бюджет, что в итоге привело к динамичному росту доходов последнего. Позитивная динамика продолжалась в 2010 и 2011 гг.

**Расходы в течение этого периода также возросли, в результате чего региональный бюджет остался дефицитным.** Параллельно увеличились и долги: в 2008 г. они составляли 9% собственных доходов республики, а в 2010 г. – 24%. В 2011 г. хороший рост собственных доходов и сокращение заимствований, как предусмотрено бюджетом, приведут к уменьшению долга до 18%, что представляется нам приемлемым. Преобладающая часть этого долга – бонды, остальное - бюджетные и банковские кредиты.

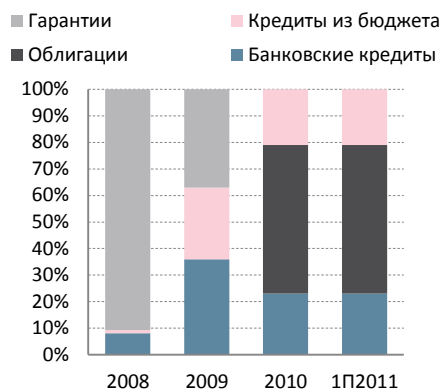
### Рынок облигаций

Хакасия вышла на рынок бондов относительно недавно: в августе 2010 г. прошло размещение одного выпуска, который остается в обращении. Небольшие размеры республиканского бюджета не позволяют региону предпринимать дальнейшие размещения бондов: любой крупный выпуск приведет к преодолению долгом региона рубежа 50% собственных доходов.

**График 167. Изменение размера долга**



**График 168. Структура долга, %**



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

### Основные показатели

Место в рейтинге Атона: 25-ое  
Кредитный рейтинг (M/S/F): -/-/ВВ-  
ВРП: 86,6 млрд руб.  
Население: 1 066 541  
Сайт областной администрации:  
www.ivanovoobl.ru  
Сайт финансового органа:  
www.ivanovoobl.ru/department.aspx?par  
t=67

Таблица 48. Основные компании области

Название	Выручка, млрд руб.	Активы, млрд руб.
ОАО Газпромнефть-Иваново	16,1	2,4
ООО Газпром межрегионгаз Иваново	6,5	1,4
ОАО ИванЭнергоСбыт	4,8	2,0
ЗАО ЭнергоПроект	4,4	1,6
ОАО Автокран	3,9	6,3
ООО Верхневолжский СМЦ	3,7	1,1
ЗАО Намс-Комплект	3,7	2,5

Источник: БИР-Аналитик-ПРАЙМ

## Ивановская область

### Плюсы

- Растущие доходы бюджета
- Долговая нагрузка в настоящее время приемлемая

### Минусы

- Малые размеры экономики
- Тренд увеличения долга
- Высокая зависимость от банковских кредитов
- Небольшая база собственных доходов

### Экономика и политика

ВРП Ивановской области составляет 86,6 млрд руб. – это один из наиболее низких показателей среди регионов-эмитентов. ВРП на душу населения равняется 80,9 тыс. руб., что близко к уровням беднейших российских регионов. Наиболее велик вклад в ВРП обрабатывающей промышленности и торговли. Как и у других регионов, которые не могут похвастаться высокоразвитой экономикой, у Ивановской области велика доля в ВРП госуправления и безопасности.

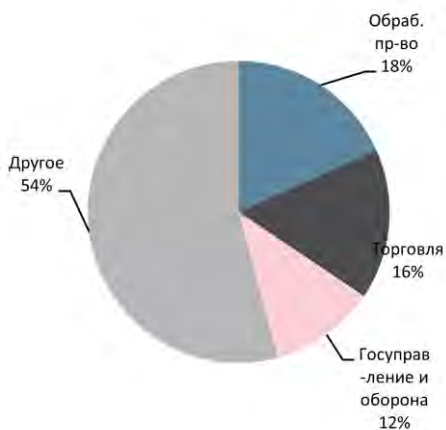
#### Крупнейшие компании по размеру выручки:

- ОАО Газпромнефть-Иваново – сбытовая компания Газпромнефти
- ООО Газпром межрегионгаз Иваново – региональное подразделение компании, занимающейся розничной торговлей природным газом; принадлежит контролирующему государством Газпрому
- ОАО ИванЭнергоСбыт – региональная энергосбытовая компания; принадлежит холдингу Энергострим, состав собственников которого не разглашается.
- ЗАО ЭнергоПроект – частная строительная компания, специализирующаяся на разработке технических решений для подстанций, сетей и пр.
- ОАО Автокран – крупнейший в СНГ производитель автомобильных кранов
- ООО Верхневолжский СМЦ – актив компании ДиПОС, занимающейся производством, переработкой и продажей металлопроката
- ЗАО Намс-Комплект – поставщик запасных частей для индустрии производства кранов

Динамика производства в регионе была хуже, чем в среднем по России в 2009 г. Торговля, представляющая значительную часть региональной экономики, развивалась в 2008 г. куда быстрее, чем на остальной части страны, в кризисном 2009 г. масштаб падения в торговой отрасли в регионе и России в целом был сходным, но в 2010 г. торговля в Ивановской области вновь росла опережающими темпами.

С ноября 2005 г. губернатор области – Михаил Мень; срок его полномочий истекает в октябре 2015 г. Ранее он был заместителем мэра Москвы. На последних выборах в Государственную Думу “Единая Россия” получила в регионе 40% голосов.

График 169. Структура ВРП, %



Источник: Росстат

График 170. Региональный индекс производства, %

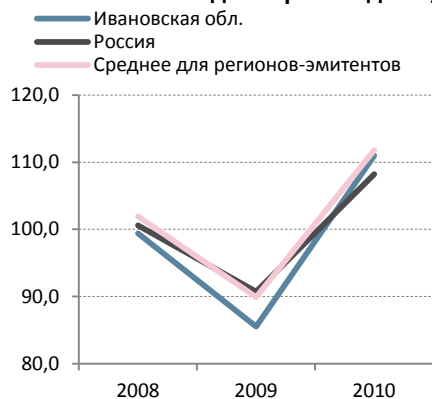
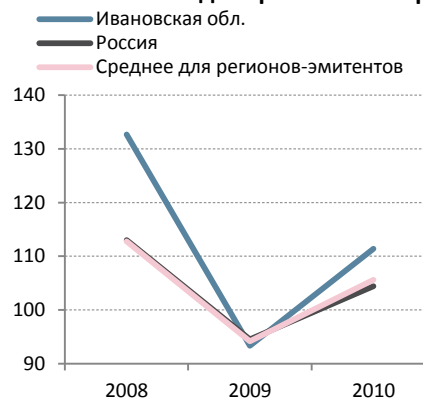


График 171. Региональный индекс розничной торговли, %



Источник: Росстат

График 172. Динамика бюджетных доходов и расходов, млн руб., (п) - планируемые

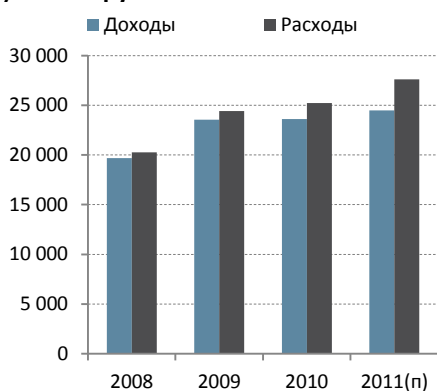
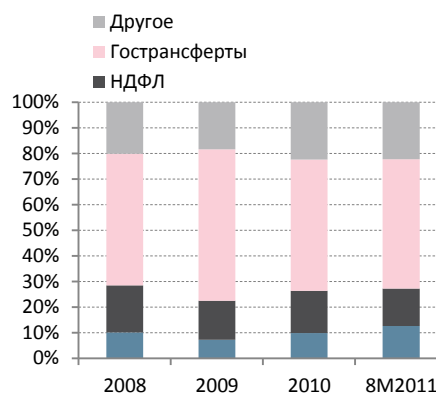


График 173. Структура бюджетных доходов, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

### Бюджет и долг

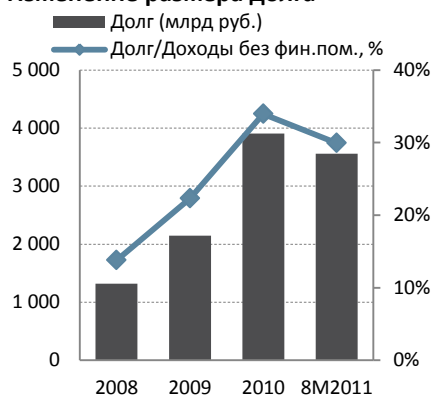
Доходы бюджета Ивановской области за восемь месяцев 2011 г. составили 17,3 млрд руб. против среднего для российских регионов-эмитентов (без учета Москвы) значения 57,3 млрд руб. Регион весьма зависим от государственных трансфертов – они обеспечивают около половины его доходов. В 2009 г. поступления от налога на прибыль корпораций сократились на 15%, однако, учитывая сравнительно малую долю этого источника в поступлениях в региональный бюджет, увеличение федеральных трансфертов на 38% дало куда более внушительный эффект – доходы бюджета Ивановской области выросли на 19%. В 2010 г. доходы остались на уровне предыдущего года; этот же объем доходов запланирован в бюджете и на 2011 г.

В то же время расходы регионального бюджета постоянно росли, что привело к увеличению бюджетного дефицита и взлету размера долговых обязательств. Долг составлял в 2008 г. 14% собственных доходов области, а в 2010 г. – 34%. В 2011 г., как предполагается, динамичный рост собственных доходов областного бюджета в купе с сокращением темпов роста заимствований приведут к уменьшению размера долга до 30% собственных доходов области. Структура долга региона далека от идеала – наиболее велика доля банковских кредитов, что подразумевает наличие проблемы рефинансирования. Впрочем, в 2011 г. регион смог заместить часть своих банковских кредитов бюджетными.

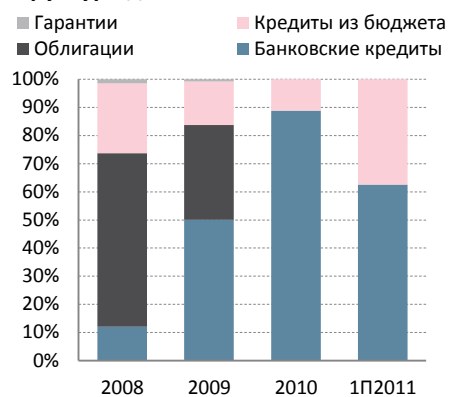
### Рынок облигаций

Ивановская область не является активным участником рынка бондов. Свой первый и последний выпуск она разместила в ноябре 2007 г. и погасила в ноябре 2010 г. В 2011 г. регион планировал еще одно размещение, провел аукцион и выбрал генерального агента. Однако размещения не произошло.

**График 174. Изменение размера долга**



**График 175. Структура долга, %**



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

## Республика Карелия

### Основные показатели

Место в рейтинге Атона: 26-ое  
Кредитный рейтинг (M/S/F): -/-/ВВ-  
ВРП: 106,2 млрд руб.  
Население: 684 212  
Сайт республиканской администрации  
www.gov.karelia.ru  
Сайт финансового органа:  
minfin.karelia.ru

Таблица 49. Основные компании республики

Название	Выручка, млрд руб.	Активы, млрд руб.
ОАО Карельский окатыш	34,1	26,0
ОАО Кондопога	12,4	17,8
ОАО Карельская энергосбытовая	10,0	1,3
ОАО Сегежский ЦБК	6,5	9,3
ОАО Петрозаводские коммунальные системы	4,0	2,2
ЗАО Карелианефтепродукт	3,5	1,2

Источник: БИР-Аналитик-ПРАЙМ

График 176. Структура РВП, %



Источник: Росстат

### Плюсы

- Диверсифицированная экономика
- Хорошая репутация на рынке бондов

### Минусы

- Слабая динамика экономики
- Высокая волатильность поступлений от налога на прибыль корпораций
- Сравнительно высокая долговая нагрузка
- Высокая зависимость от банковских кредитов
- Возможна смена руководства ввиду слабых результатов "Единой России" на парламентских выборах

### Экономика и политика

ВРП Карелии составляет 106,2 млрд руб. против среднего значения по стране 417,7 млрд руб.; ВРП на душу населения -154,9 тыс. руб., а среднероссийское значение этого показателя – 194,3 тыс. руб. Наиболее велик вклад в ВРП транспорта и телекоммуникаций, сравнительно немного от них отстала обрабатывающая промышленность. Как и у других регионов без хорошо развитой экономики, в ВРП Карелии велика доля государственного управления и безопасности.

#### Крупнейшие компании по размеру выручки:

- ОАО Карельский окатыш – производитель железорудных окатышей; входит в холдинг Северсталь, контролируемый Алексеем Мордашовым
- ОАО Кондопога – один из крупнейших в России производителей газетной бумаги; контролируется частными инвесторами, 10% принадлежит региону.
- ОАО Карельская энергосбытовая компания – контролируется Транснефтьсервисом С, чья структура собственников не разглашается.
- ОАО Сегежский ЦБК – крупный производитель бумаги и целлюлозы, часть холдинга Инвестлеспром
- ОАО Петрозаводские коммунальные системы – государственный поставщик коммунальных услуг, входит в компанию Российские коммунальные системы, контролируемую Реновой
- ЗАО Карелианефтепродукт – сбытовая компания; принадлежит ТНК-ВР.

Индекс производства Карелии снизился в 2008 г., и в 2009 г. показатели в республике были куда хуже, чем в остальной России. Однако динамика торговой отрасли, с ее существенным вкладом в ВРП, была той же, что и в целом по стране. В 2011 г. производство в регионе не росло – его индекс составил 100% против 105% в целом по России. Причина этого – в вялости обрабатывающей промышленности: индекс для добывающей отрасли составил 107%, а для лесной – 106%.

Глава Республики Карелия – Андрей Нелидов. Он занял этот пост в июле 2010 г., а истекает его срок в июле 2015 г. Ранее он работал в Совете Федерации. На последних выборах в Государственную Думу "Единая Россия" получила в регионе 32% голосов – по нашему мнению, столь низкий результат может поставить под вопрос сохранение своего поста А.Нелидовым.

График 177. Региональный индекс производства, %

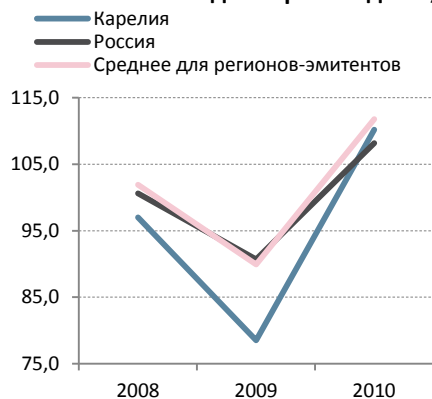
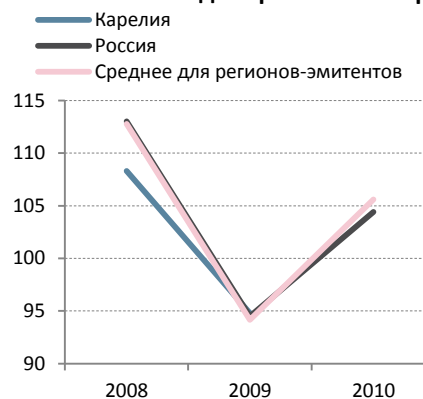


График 178. Региональный индекс розничной торговли, %



Источник: Росстат

График 179. Динамика бюджетных доходов и расходов, млн руб., (п) - планируемые

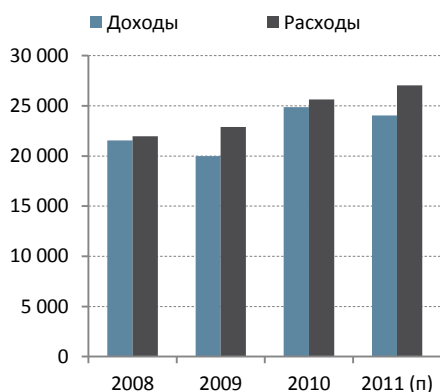
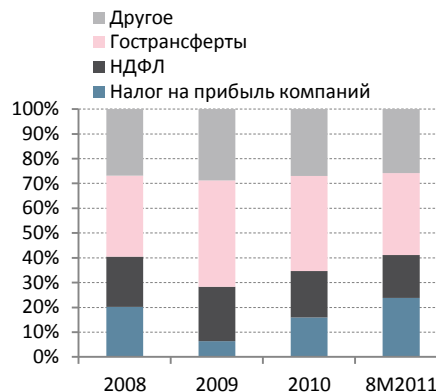


График 180. Структура бюджетных доходов, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

### Бюджет и долг

**Доходы бюджета Карелии за восемь месяцев 2011 г. – 18,2 млрд руб. против среднего значения для российских регионов-эмитентов (без учета Москвы) – 57,3 млрд руб. Треть доходов обеспечивается федеральными трансфертами.** В 2009-2010 гг. доля этих трансфертов увеличилась, но в 2011 г. вернулась к нормальному уровню. Поступления от налога на прибыль корпораций в высокой степени волатильны: в 2009 г. они упали на 70%. Роста трансфертов из федерального бюджета на 23% оказалось недостаточно, чтобы компенсировать падение налоговых поступлений, в результате чего доходы региона уменьшились на 7%. В 2010 г. федеральные власти увеличили трансферты, и это, вкпе с повышением поступлений от налога на прибыль корпораций, обеспечило рост доходов региона на 9%. В 2011 г. рост поступлений от налога на прибыль корпораций продолжился и по итогам восьми месяцев 2011 г. он достиг уровня 2008 г. Хотя не ожидается, что в 2011 г. доходы бюджета возрастут в годовом сопоставлении, есть шанс того, что дополнительные доходы помогут сократить размер планируемого дефицита.

**В 2008-10 гг. региональный бюджет был дефицитным, а долговая нагрузка росла.** В 2008 г. долг составлял 29% собственных доходов республики, а в 2010 г. – 56%. В 2011 г. последовало некоторое сокращение бремени: в соответствии с бюджетом-2011 оно составит 43% собственных доходов региона. В 2008 г. долг Карелии составляли бонды и банковские кредиты, однако впоследствии можно было наблюдать поступательное увеличение доли бюджетных кредитов. Банковские кредиты в настоящее время составляют наиболее значительную часть долга региона, хотя частично они будут заменены новым бондом, размещенным в декабре 2011 г.

Таблица 50 Облигации в обращении

Серия	Объем, млрд руб.	Дата погашения	A1	Репо
34011	0,8	10.05.12	-	-
34013	2,0	18.06.15	+	+
34014	1,0	30.11.16	-	-

Источники: CBonds, региональная администрация

## Рынок облигаций

Несмотря на сравнительно малый размер региона, он весьма активен на рынке бондов. Первый выпуск был размещен им в апреле 2002 г. Первоначально бонды размещались и торговались на Санкт-Петербургской валютной бирже (первые шесть выпусков). Из-за их низкой ликвидности и малого числа участников Карелии приходилось платить более высокую процентную ставку. В июне 2006 г. регион начал размещать бонды на ММВБ – здесь было размещено шесть выпусков, из которых три остаются в обращении.

График 181. Изменение размера долга

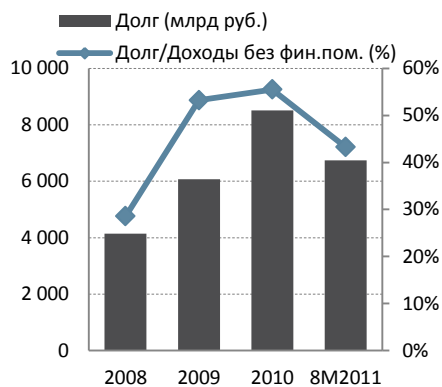
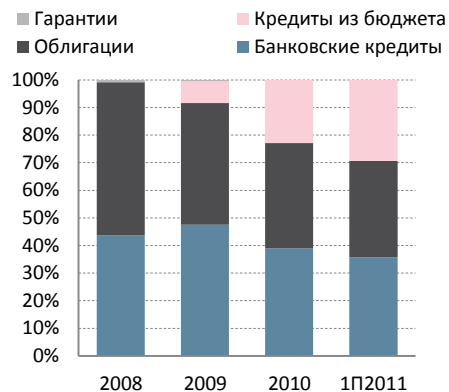


График 182. Структура долга, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона



## Основные показатели

Место в рейтинге Атона: 27-ое  
Кредитный рейтинг (M/S/F): -/-/B+  
ВРП: 152,8 млрд руб.  
Население: 1 151 439  
Сайт областной администрации:  
www.ryazanreg.ru  
Сайт финансового органа:  
minfin.ryazangov.ru

Таблица 51. Основные компании области

Название	Выручка, млрд руб.	Активы, млрд руб.
ЗАО РНПК	21,5	32,1
ОАО Рязаньнефтепродукт	14,0	5,7
ООО Газпром межрегионгаз Рязань	12,1	1,8
ОАО РЭСК	8,5	1,5
ООО ТНК Смазочные материалы	5,4	2,3

Источник: БИР-Аналитик-ПРАЙМ

График 183. Структура РВП, %



Источник: Росстат

## Рязанская область

### Плюсы

- Диверсифицированная экономика
- Растущий бюджет

### Минусы

- Высокая долговая нагрузка
- Сильная зависимость от банковских кредитов
- Сильная зависимость от предприятий ТНК-ВР
- Низкая доля собственных доходов

### Экономика и политика

ВРП Рязанской области составляет 152,8 млрд руб. против среднероссийского значения 417,7 млрд руб., ВРП на душу населения – 132,4 тыс. руб. против 194,3 тыс. руб. Самый значительный компонент ВРП – обрабатывающая промышленность; далее следуют торговля и сельское хозяйство – таким образом, экономика региона достаточно диверсифицирована.

#### Крупнейшие компании по размеру выручки:

- ЗАО Рязанская нефтеперерабатывающая компания (РНПК) – крупнейший НПЗ ТНК-ВР
- ОАО Рязаньнефтепродукт – сбытовая компания, работающая в четырех регионах; принадлежит ТНК-ВР.
- ООО Газпром межрегионгаз Рязань – региональное подразделение компании, занимающейся розничной торговлей природным газом; принадлежит Газпрому
- ОАО Рязанская энергетическая сбытовая компания – контролируется РусГидро.
- ООО ТНК Смазочные материалы – производитель смазочных материалов; принадлежит ТНК-ВР

В 2008 г. региональное производство росло быстрее, чем в среднем по стране. В 2009 г. оно сократилось, а в 2010 г. его восстановление шло в соответствии с общероссийским трендом (региональный индекс составил 110,3%, общероссийский - 108,2%). Торговля, важная часть ВРП Рязанской области, росла в 2008 г. быстрее, чем в среднем по стране, а в 2009-2010 гг. динамика совпадала (темпы падения и восстановления были примерно одинаковыми). По итогам девяти месяцев 2011 г. индекс производства составил 107,0% против 105% для России в целом. Индекс розничной торговли за этот же период - 106,2%.

Губернатор Рязанской области – Олег Ковалев, занявший этот пост в апреле 2008 г. Срок его полномочий истекает в апреле 2013 г. Ранее он работал в нижней палате российского парламента. На последних выборах в Государственную Думу “Единая Россия” получила в регионе 40% голосов.

График 184. Региональный индекс производства, %

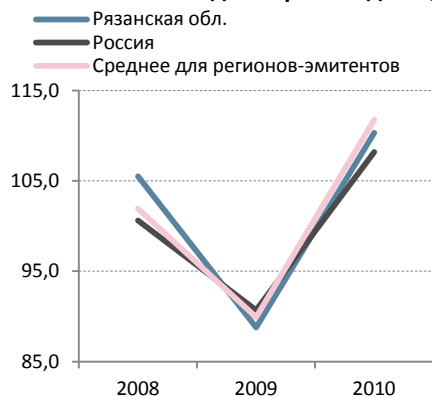
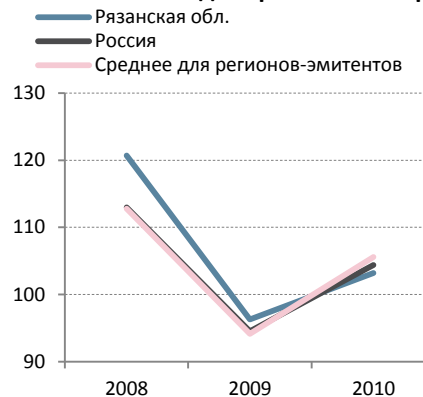


График 185. Региональный индекс розничной торговли, %

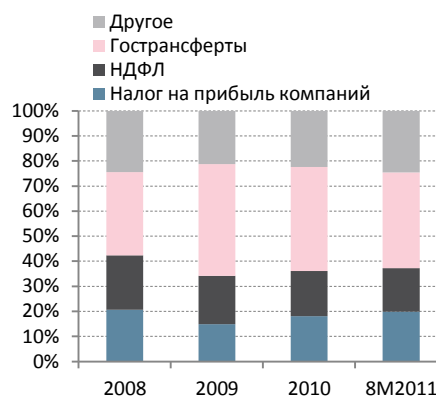


Источник: Росстат

График 186. Динамика бюджетных доходов и расходов, млн руб., (п) - планируемые



График 187. Структура бюджетных доходов, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

### Бюджет и долг

Доходы регионального бюджета составили по итогам восьми месяцев 2011 г. 21,6 млрд руб. против среднего значения для российских регионов-эмитентов (без учета Москвы) на уровне 57,3 млрд руб. Уровень зависимости от федеральных трансфертов достаточно высок: за восемь месяцев 2011 г. их доля составила 38% доходов регионального бюджета, которые в 2009-10 гг. сокращались. Поступления от налога на прибыль корпораций уменьшились на 18% в 2009 г., что сравнительно немного для промышленного региона. В ответ государство увеличило трансферты на 51%, что обеспечило рост доходов регионального бюджета на 13%. В 2010 г. объем трансфертов вновь возрос, также повысились и поступления от налога на прибыль корпораций, которые превзошли уровень 2008 г. В целом доходы региона увеличились на 16%. Бюджет-2011 предполагает продолжение роста.

В 2008-10 гг. бюджет области был дефицитным и в 2009 г. размер дефицита достиг предела, установленного Бюджетным кодексом. Администрация ожидает, что в 2011 г. расходы вновь превзойдут доходы. Неудивительно, что долговая нагрузка области поступательно повышалась и в настоящее время весьма велика – более 50% собственных доходов. В 2011 г. ее увеличения не произошло и, по нашим оценкам она осталась на уровне 2010 г. – 52% собственных доходов области. Регион весьма зависим от банковских кредитов, которые в 2008 г. оказались единственным компонентом долга, который существенно вырос. В 2010 г. регион разместил на рынке свой первый выпуск бондов, однако банковские кредиты по-прежнему преобладают в его структуре долга, что повышает риски, связанные с необходимостью рефинансирования.

### Рынок облигаций

Рязанская область – новичок на рынке бондов: первый выпуск был размещен ею в ноябре 2010 г. Он остается единственным выпуском в обращении.

Таблица 52. Облигации в обращении

Серия	Объем, млрд руб.	Дата погашения	A1	Репо
34001	2,1	27.11.14	+	+

Источники: CBonds, региональная администрация

График 188. Изменение размера долга

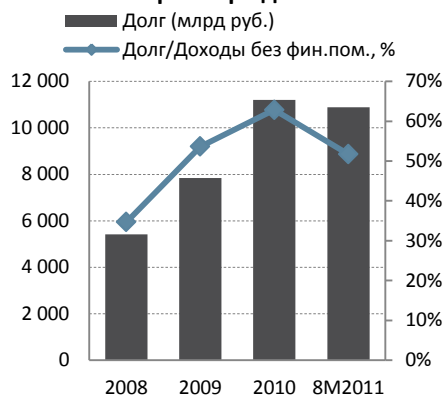
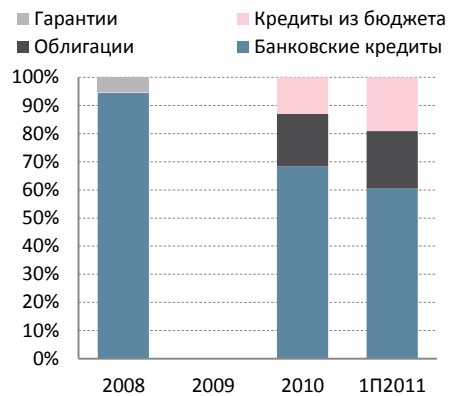


График 189. Структура долга, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

## Основные показатели

Место в рейтинге Атона: 28-ое  
Кредитный рейтинг (M/S/F): Ba2/B+/BB  
ВРП: 212,8 млрд руб.  
Население: 1 213 657  
Сайт областной администрации:  
vologda-oblast.ru  
Сайт финансового органа: df35.ru

Таблица 53. Основные компании области

Название	Выручка, млрд руб.	Активы, млрд руб.
ОАО Северсталь	209,8	458,7
ОАО Аммофос	29,8	32,0
ОАО Северсталь-метиз	17,5	14,4
ЗАО ТД Северсталь-Инвест	16,8	5,5
ООО Газпром межрегионгаз Вологда	16,5	2,0
ОАО Вологодская энергосбытовая компания	10,4	3,2

Источник: БИР-Аналитик-ПРАЙМ

## Вологодская область

### Плюсы

- Позитивный тренд собственных доходов

### Минусы

- Высокая волатильность доходов
- Высокая долговая нагрузка
- Неудача попытки восстановления бюджетных доходов к уровню 2008 г.
- Сильная зависимость от предприятий Северстали
- В регионе только что произошла смена губернатора

### Экономика и политика

ВРП Вологодской области составляет 212,8 млрд руб. против среднероссийского значения 417,7 млрд руб., ВРП на душу населения – 175 тыс. руб. против 194,3 тыс. руб. Вологодская область – промышленный регион, в котором обрабатывающая промышленность (прежде всего, связанная с Северсталью) обеспечивает наибольший вклад в ВРП. Также значительны доли в ВРП транспорта и телекоммуникаций.

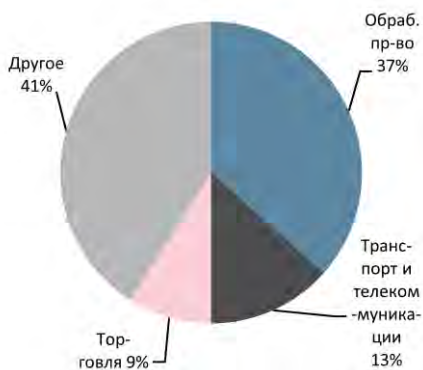
### Крупнейшие компании региона по размеру выручки:

- ОАО Северсталь – производитель стали, принадлежащий Алексею Мордашову
- ОАО Аммофос – крупный производитель удобрений. Принадлежит холдингу ФосАгро, контролируруемому Андреем Гурьевым.
- ОАО Северсталь-метиз – производитель металлических изделий; принадлежит Северстали.
- ЗАО ТД Северсталь-Инвест – одна из крупнейших российских компаний, занимающихся торговлей прокатом; принадлежит Северстали .
- ООО Газпром межрегионгаз Вологда – региональное подразделение компании, занимающейся торговлей природным газом; принадлежит контролируемому государством Газпрому
- ОАО Вологодская энергосбытовая компания – структура собственников не раскрывается

Региональное производство начало сокращаться в 2008 г., а в 2009 г. этот процесс продолжился, однако теперь темпы падения соответствовали среднероссийским. В 2010 г. рост производства возобновился, а его темпы были теми же, что и в России в целом. По итогам девяти месяцев 2011 г. индекс производства в регионе составил 106,6% в годовом сопоставлении против 105,0% в среднем по России; индекс розничной торговли за этот период составил 105,7%.

До недавнего времени губернатором региона был Вячеслав Позгалев, занимавший этот пост с октября 1996 г. Его срок истек в июне 2012 г., однако на последних выборах в Государственную Думу “Единая Россия” набрала в регионе лишь 33% голосов. Это послужило В.Позгалеву стимулом подать в отставку, которая и была принята президентом России Дмитрием Медведевым. 28 декабря 2011 г. новым губернатором назначен Олег Кувшинников – ранее он работал мэром Череповца, крупнейшего города области.

График 190. Структура ВРП, %



Источник: Росстат

График 191. Региональный индекс производства, %

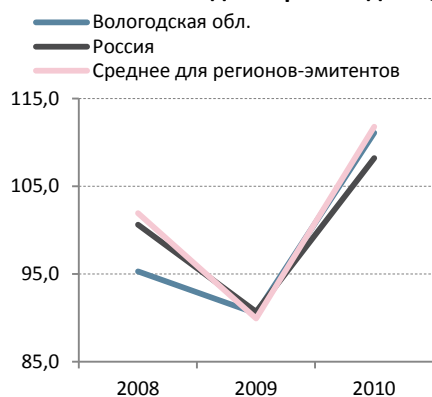
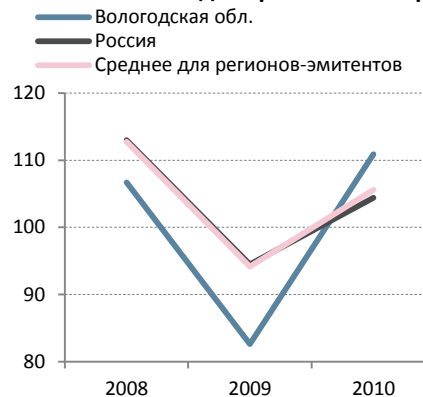


График 192. Региональный индекс розничной торговли, %



Источник: Росстат

График 193. Динамика бюджетных доходов и расходов, млн руб., (п) - планируемые

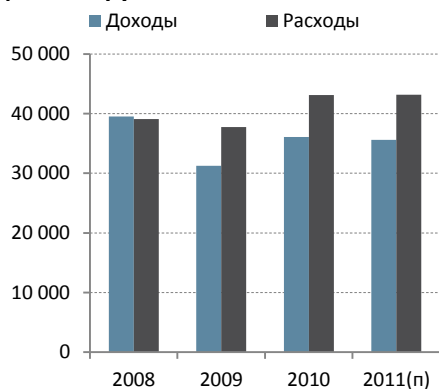
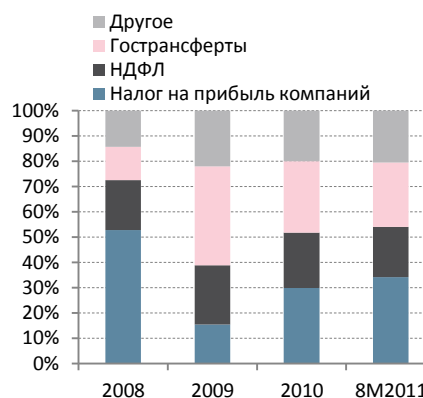


График 194. Структура бюджетных доходов, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

Таблица 54. Облигации в обращении

Серия	Объем, млрд руб.	Дата погашения	A1	Репо
34002	2,5	14.12.16	-	-

Источники: CBonds, региональная администрация

### Бюджет и долг

До кризиса регион был финансово независимым – трансферты из федерального бюджета обеспечивали лишь 13% доходов области. Однако Вологодская область тяжело пострадала от кризиса и пока не восстановилась в полной мере. В 2009 г. поступления от налога на прибыль корпораций рухнули до четверти от уровня 2008 г. Несмотря на удвоение федеральных трансфертов, доходы регионального бюджета упали в 2009 г. на 21% в годовом сопоставлении. В 2010 г. началось восстановление поступлений от налога на прибыль корпораций, однако, ввиду того, что федеральное правительство одновременно сократило свои трансферты, этого оказалось недостаточно для возвращения доходов региона к уровню 2008 г. На 2011 г. не было запланировано увеличения доходов. По итогам восьми месяцев 2011 г. федеральные трансферты обеспечили 26% доходов регионального бюджета, что существенно больше, чем до кризиса.

В 2009-10 гг. бюджетный дефицит Вологодской области достиг лимитов, установленных Бюджетным кодексом, причем в 2011 г. предполагается сохранение дефицита.

Долговая нагрузка региона радикально увеличилась в последние четыре года. В 2008 г. у области не было прямого долга (только небольшой объем предоставленных гарантий), а в 2010 г. долг Вологодской области составлял 72% ее собственных доходов. В 2011 г. ситуация, по-видимому, не изменилась: долг состоит из банковских и бюджетных кредитов, причем значительная доля приходится на гарантии (более 27%).

## Рынок облигаций

Вологодская область не является активным игроком рынка бондов. Она разместила первый выпуск в декабре 2003 г. на Санкт-Петербургской валютной бирже, и он был погашен в декабре 2004 г. В декабре 2011 г. регион разместил новый бонд, который в настоящее время остается единственным в обращении.

График 195. Изменение размера долга

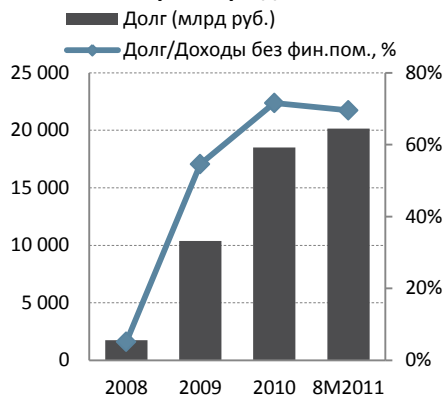
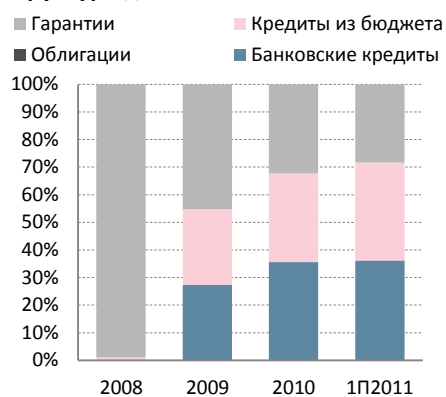


График 196. Структура долга, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

## Чувашская республика

### Основные показатели

Место в ранкинге Атона: 29-ое  
 Кредитный рейтинг (M/S/F): Ba2/-/-  
 ВРП: 139,5 млрд руб.  
 Население: 1 278 352  
 Сайт республиканской администрации:  
[www.cap.ru](http://www.cap.ru)  
 Сайт финансового органа:  
[www.cap.rugov.cap.ru/main.asp?govid=2](http://www.cap.rugov.cap.ru/main.asp?govid=2)

Таблица 55. Основные компании республики

Название	Выручка, млрд руб.	Активы, млрд руб.
ООО РТК-Петрол	15,8	3,9
ОАО Чувашская энергосбытовая компания	8,3	1,3
ООО Газпром межрегионгаз Чебоксары	6,3	1,2
ОАО Химпром	5,4	5,0
ООО Четра-КЗЧ	5,2	5,4
ОАО Промтрактор	4,6	13,0

Источник: БИР-Аналитик-ПРАЙМ

### Плюсы

- Хорошая репутация на рынке бондов
- Признание высокого качества финансового управления федеральным Министерством финансов

### Минусы

- Высокая долговая нагрузка
- Сильная зависимость от государственных трансфертов
- Слабая динамика бюджетных доходов
- Финансовые проблемы некоторых крупных региональных предприятий

### Экономика и политика

ВРП Чувашской республики – 139,5 млрд руб. против среднероссийского значения 417,7 млрд руб., ВРП на душу населения – 109,1 тыс. руб. против 194,3 тыс. руб. Наиболее велик вклад в ВРП обрабатывающей промышленности, также значительна роль торговли и сельского хозяйства – таким образом, регион обладает разнообразной экономикой.

### Крупнейшие компании по размеру выручки:

- ООО РТК-Петрол – крупная компания, занимающаяся оптовыми поставками нефти; ранее принадлежала Татнефти, сейчас структура акционеров не разглашается
- ОАО Чувашская энергосбытовая компания – контролируется РусГидро.
- ООО Газпром межрегионгаз Чебоксары – региональное подразделение компании, занимающейся розничной торговлей природным газом; принадлежит контролируемому государством Газпрому
- ОАО Химпром – одно из крупнейших российских химических предприятий, специализирующееся на производстве различных химических продуктов: органохлоридов, органофосфатов и органосиликатов. Имена акционеров не разглашаются.
- ООО Четра-КЗЧ – компания, занимающаяся торговлей запасными частями к тракторам; принадлежит Концерну “Тракторные заводы”, контролируемому ВЭБом
- ОАО Промтрактор – крупнейший производитель подобной техники в России и СНГ, третий в мире производитель бульдозерно-рыхлительной и трубоукладочной техники. Принадлежит Концерну “Тракторные заводы”, контролируемому ВЭБом.

В 2009 г. региональный индекс производства упал на 26%. Виновником этого падения в значительной степени стал Концерн “Тракторные заводы”, так как его предприятия были на пороге банкротства. После того как на помощь им пришли государственные финансовые институты ситуация улучшилась. За девять месяцев 2011 г. региональный индекс производства составил 114,1% (по сравнению с 2010 г.) против 105,2% для России в целом. В торговой отрасли (которая обеспечивает значительную долю ВРП) динамика была лучше, чем в среднем по стране в 2008-10 гг. По итогам девяти месяцев 2011 г. индекс розничной торговли составил 106,8%.

Глава Республики Чувашия – Михаил Игнатьев, занявший этот пост в августе 2010 г. Его срок истекает в августе 2015 г. Ранее М.Игнатьев был министром сельского хозяйства Чувашской республики. На последних выборах в Государственную Думу “Единая Россия” получила в регионе 43% голосов.

График 197. Структура ВРП, %



Источник: Росстат

График 198. Региональный индекс производства, %

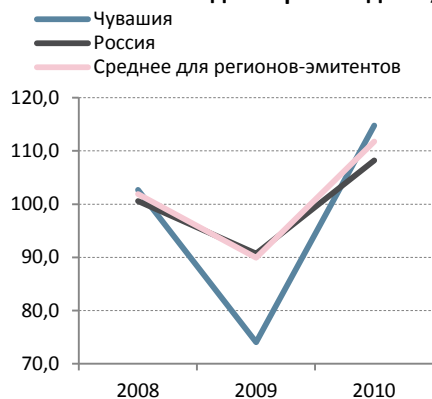
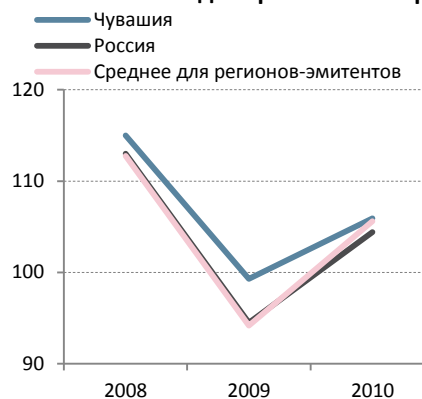


График 199. Региональный индекс розничной торговли, %



Источник: Росстат

График 200. Динамика бюджетных доходов и расходов, млн руб., (п) - планируемые

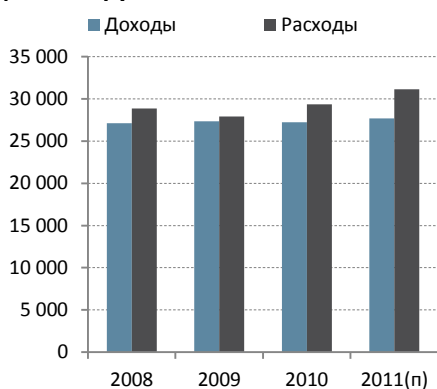
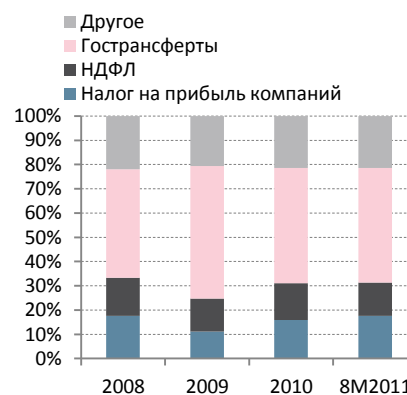


График 201. Структура бюджетных доходов, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

Таблица 56. Облигации в обращении

Серия	Объем, млрд руб.	Дата погашения	A1	Репо
31006	1,0	17.04.12	+	+
34007	1,0	04.06.13	+	+
31008	1,0	15.06.14	-	+

Источники: CBonds, региональная администрация

### Бюджет и долг

Доходы бюджета Чувашской республики за восемь месяцев 2011 г. составили 20,0 млрд руб. против среднего значения для российских регионов-эмитентов (без учета Москвы) 57,3 млрд руб. Зависимость республиканского бюджета от федеральных трансфертов высока: за восемь месяцев 2011 г. доля последних в доходах региона составила 47%, а в 2009 г. эта доля превышала 50%. Регион относительно развит индустриально, однако немногие промышленные предприятия генерируют высокую прибыль. Соответственно, доля поступлений от налога на прибыль корпораций не слишком высока, а ее колебания не оказывают значительного воздействия на доходы регионального бюджета. За последние четыре года доходы бюджета республики были весьма стабильными: колебания поступлений от налога на прибыль корпораций компенсируются государственными трансфертами.

Расходы бюджета имели тенденцию к постепенному росту, что привело к увеличению долга бремени, который сейчас довольно высок: в 2008-10 гг. уровень долга вырос с 54% собственных доходов региона до 70%. За восемь месяцев 2011 г. этот уровень опустился до 52% ввиду повышения собственных доходов и сокращения долга в абсолютном выражении. Чувашия – в публикуемом российском Министерством финансов списке регионов, реализующих высокоэффективное управление финансами.

Основная характеристика регионального долга – большая доля гарантий, по преимуществу предоставленных государственным предприятиям. Впрочем, эта доля (как и величина гарантий в абсолютных цифрах) уменьшилась в последние несколько лет. В то же время объем бюджетных кредитов повышался. Традиционно Чувашия активно использовала рынок бондов для привлечения средств.



## Рынок облигаций

Несмотря на малый размер бюджета, республика – опытный и активный участник рынка бондов. Она разместила первый выпуск своих бондов в августе 2005 г. Всего было размещено семь бондов, три из которых остаются в обращении.

График 202. Изменение размера долга

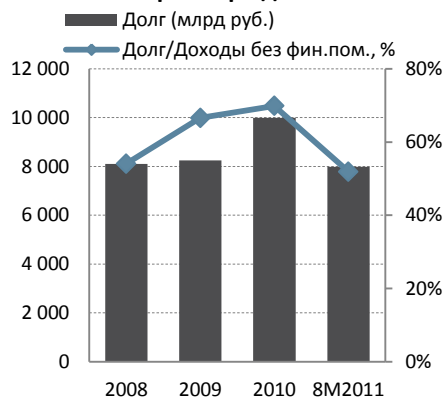
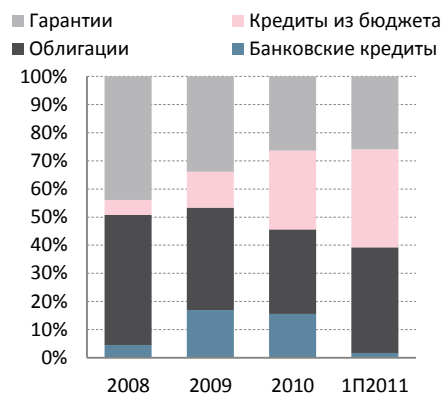


График 203. Структура долга, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

## Основные показатели

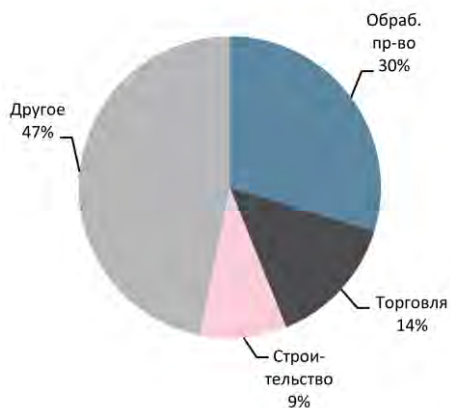
Место в рейтинге Атона: 30-ое  
Кредитный рейтинг (M/S/F): -/-/BB-  
ВРП: 156,6 млрд руб.  
Население: 1 001 559  
Сайт областной администрации:  
[www.admoblkaluga.ru](http://www.admoblkaluga.ru)  
Сайт финансового органа:  
[www.admoblkaluga.ru/sub/finan](http://www.admoblkaluga.ru/sub/finan)

Таблица 57. Основные компании области

Название	Выручка, млрд руб.	Активы, млрд руб.
ООО ФОЛЬКСВАГЕН Груп Рус	115,0	70,6
ООО Самсунг Электроникс Рус Калуга	44,5	20,2
ООО САБМиллер РУС	19,0	21,4
ЗАО Вольво Восток	18,0	10,9
ООО ПСМА Рус	13,8	17,5

Источник: БИР-Аналитик-ПРАЙМ

График 204. Структура ВРП, %



Источник: Росстат

## Калужская область

### Плюсы

- Быстрорастущая экономика
- Современные объекты индустрии
- Большой объем ПИИ
- Большая доля собственных доходов

### Минусы

- Высокая долговая нагрузка (но большая часть - гарантии)
- Сильная зависимость от банковских кредитов

### Экономика и политика

ВРП Калужской области значительно ниже среднего значения по России: 156,6 млрд руб. по сравнению с 417,7 млрд руб. В 2009 г. ВРП на душу населения составил 156,3 тыс. руб., что ниже среднего значения по стране 194,3 тыс. руб. Однако, учитывая динамичный промышленный рост, можно сделать вывод об улучшении показателей по итогам 2010 г. (официальные данные пока недоступны). Наиболее велика доля в ВРП хорошо развитой промышленности, далее следуют торговля и строительство.

#### Крупнейшие компании по размеру выручки:

- ООО ФОЛЬКСВАГЕН Груп Рус – российская производственная компания в составе Volkswagen. Производство начато в 2008 г.
- ООО Самсунг Электроникс Рус Калуга – производитель бытовой электроники, принадлежащий южнокорейской компании Samsung
- ООО САБМиллер РУС – производитель напитков; часть второй в мире по величине пивоваренной компании SABMiller
- ЗАО Вольво Восток – производитель грузовых автомобилей; принадлежит международному производителю автомобилей Volvo. Выпуск начат в 2009 г.
- ООО ПСМА Рус – российский производитель автомобилей, входящий в международный альянс Peugeot-Citroen-Mitsubishi. Выпуск автомобилей начат в 2010 г.

В 2007-2008 гг. были сделаны значительные капитальные вложения, преимущественно - в создание транспортного производственного центра. В 2010 г. в регионе было произведено более 100 тыс. легковых и грузовых автомобилей. При достижении максимума мощностей объем производства превысит 390 тыс. единиц в год. В 2008 г. региональный индекс производства превзошел среднее значение по России и составил 122,9%. В 2009 г. индекс снизился, однако не так сильно, как общероссийский показатель. В 2010 г. темп промышленного роста в Калужской области был наивысшим среди российских регионов, и данная тенденция сохранилась в 2011 г.: за 9 месяцев 2011 г. индекс производства составил 129,7% годовых по сравнению со среднероссийскими 105,2%.

Губернатором Калужской области является Анатолий Артамонов, назначенный на эту должность в ноябре 2000 г. Срок его полномочий истекает в 2015 г. Результат “Единой России” на выборах в Государственную Думу в регионе составил 40%.

График 205. Региональный индекс производства, %

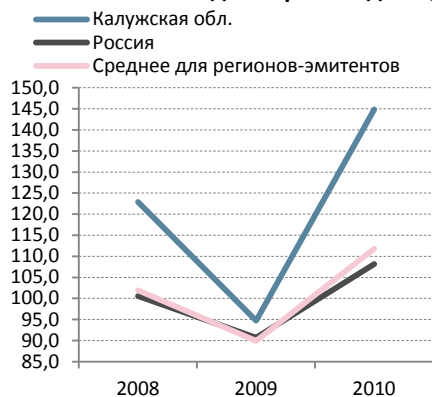
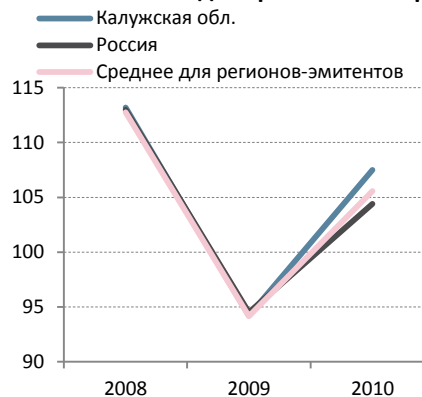


График 206. Региональный индекс розничной торговли, %



Источник: Росстат

График 207. Динамика бюджетных доходов и расходов, млн руб., (п) - планируемые

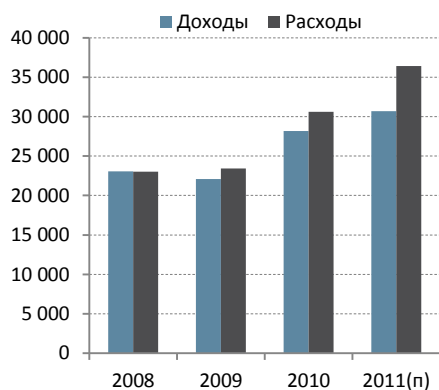
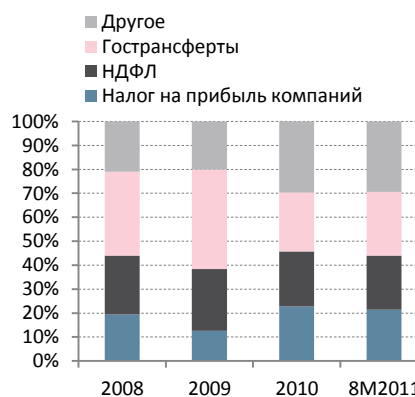


График 208. Структура бюджетных доходов, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

### Бюджет и долг

**Величина бюджетных доходов Калужской области невелика** (19,5 млрд. руб. за восемь месяцев 2011 г. по сравнению с 57 млрд. руб. в среднем по всем регионам-эмитентам, за исключением Москвы), хотя регион все в большей степени полагается на свои доходы. В 2008 г. бюджетные трансферты составили 35% доходов, в 2009 г. – 42% и за 8 месяцев 2011 г. – 27%.

Быстрое промышленное развитие в 2010 г. способствовало тому, что доходы от корпоративного налога на прибыль более чем удвоились. Несмотря на сокращение размера поддержки от Минфина на 25%, совокупные доходы выросли на 28% за год. В 2011 г. ожидается дальнейший рост на 9%.

**Несмотря на это, расходы превышали доходы в последние годы, что означает рост абсолютного размера долга.** Относительный показатель долговой нагрузки уменьшился с 2009 г. По нашим данным долг в 2009 г. составлял 80% собственных доходов, в 2010 г. опустился до 77% и остался на том же уровне в 2011 г. Однако показатель остается очень высоким; ситуацию спасает то, что 40% долга приходится на гарантии. Большая часть гарантий выдана на разработку инфраструктуры для технопарков. Оставшаяся часть долга области - бюджетные и банковские займы, а также облигации.

### Рынок облигаций

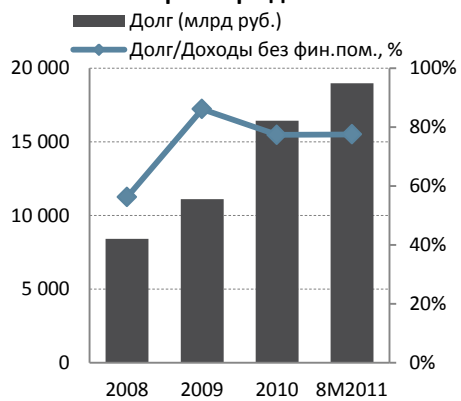
Калужская область вышла на рынок облигаций в декабре 2004 г. и разместила в совокупности пять выпусков. Сейчас в обращении находятся три выпуска.

Таблица 58. Облигации в обращении

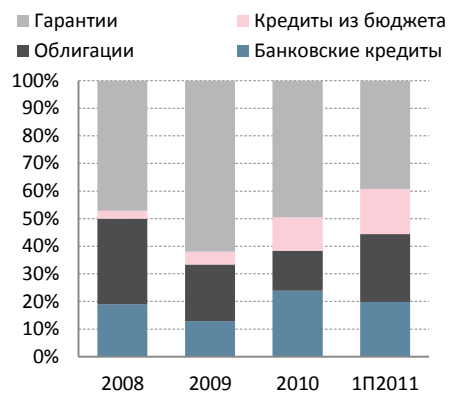
Серия	Объем, млрд руб.	Дата погашения	A1	Репо
34003	1,0	29.11.12	-	+
34004	1,5	26.06.13	-	+
34005	2,5	19.05.16	+	+

Источники: SBonds, региональная администрация

**График 209. Изменение размера долга**



**График 210. Структура долга, %**



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

## Основные показатели

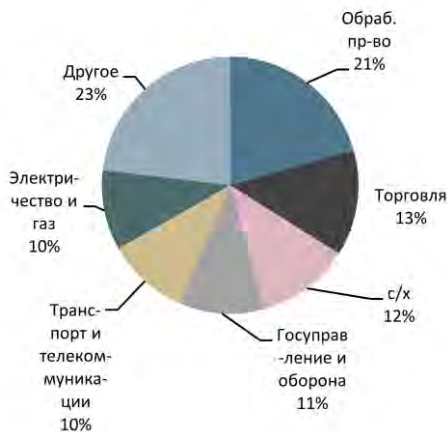
Место в рейтинге Атона: 31-ое  
Кредитный рейтинг (M/S/F): -/-/В+  
ВРП: 78,7 млрд руб.  
Население: 688 331  
Сайт областной администрации:  
www.adm44.ru  
Сайт финансового органа:  
depfin.adm44.ru

Таблица 59. Основные компании области

Название	Выручка, млрд руб.	Активы, млрд руб.
ООО Газпром межрегионгаз Кострома	9,8	1,2
ООО Кроностар	9,2	9,8
ОАО Костромская энергосбытовая компания	6,0	1,7
ОАО Газпромтрубинвест	5,2	11,5
ООО Верхне-Волжская ювелирная фабрика	4,1	0,2
ОАО Фанплит	3,5	4,0

Источник: БИР-Аналитик-ПРАЙМ

График 211. Структура ВРП, %



Источник: Росстат

## Костромская область

### Плюсы

- Диверсифицированная экономика

### Минусы

- Долговая нагрузка близка к ограничениям, поставленным Бюджетным кодексом
- Постоянный бюджетный дефицит
- Высокая зависимость от банковских кредитов
- Низкая доля собственных доходов
- Возможна смена руководства области

### Экономика и политика

У Костромской области низкий ВРП: 78,7 млрд руб. по сравнению со средним по России 417,7 млрд руб. В 2009 г. ВРП на душу населения достиг минимального значения по России и составил 114 тыс. руб. (среднее значение по стране равнялось 194,3 тыс. руб.). При этом экономика региона хорошо диверсифицирована: основная часть ВРП приходится на обрабатывающее производство, 10%-13% приходится на такие отрасли, как инфраструктура, госуправление и безопасность, торговля и сельское хозяйство.

### Крупнейшие компании по размеру выручки:

- ООО Газпром межрегионгаз Кострома – региональное подразделение компании, занимающейся розничной торговлей природным газом; принадлежит контролируемому государству Газпрому
- ООО Кроностар – крупнейший производитель древесных панелей, часть швейцарской Kropo Group
- ОАО Костромская энергосбытовая компания – обслуживающая Костромскую область энергосбытовая компания; контролируется Анатолием Яблонским
- ОАО Газпромтрубинвест – одно из новейших и наиболее быстроразвивающихся предприятий по производству труб в России; контролируется Газпромом.
- ООО Верхне-Волжская ювелирная фабрика – частная ювелирная фабрика
- ОАО Фанплит – частный завод по производству фанеры

В регионе расположено всего несколько крупных предприятий, годовая выручка которых превышает 1 млрд руб. В 2009 г. спад в производстве и торговле оказался сильнее, чем в среднем по стране. Однако в 2010 г. восстановление этих отраслей шло опережающими темпами по отношению к средним значениям по России. В октябре 2011 г. индекс производства составил 108,4% в годовом сопоставлении, а индекс торговли – 105,4%.

Губернатором Костромской области является Игорь Слюняев, назначенный в октябре 2007 г. Срок его полномочий истекает в октябре 2012 г. Ранее И.Слюняев работал в Совете Федерации. Результат “Единой России” на выборах в Государственную Думу составил 31%, что может поспособствовать замене губернатора до окончания срока его полномочий.

График 212. Региональный индекс производства, %

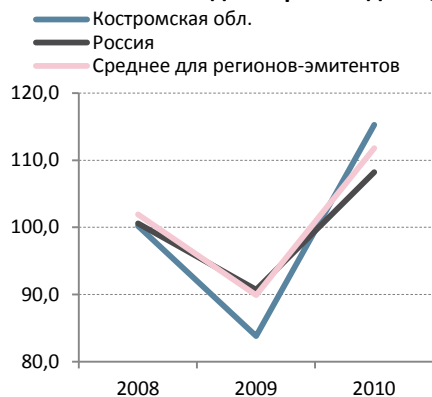
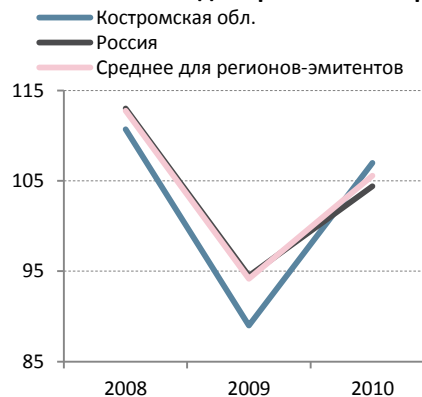


График 213. Региональный индекс розничной торговли, %



Источник: Росстат

График 214. Динамика бюджетных доходов и расходов, млн руб., (п) - планируемые

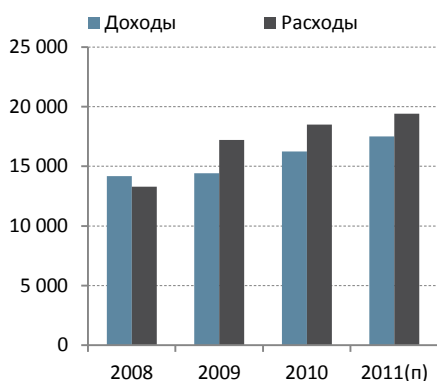
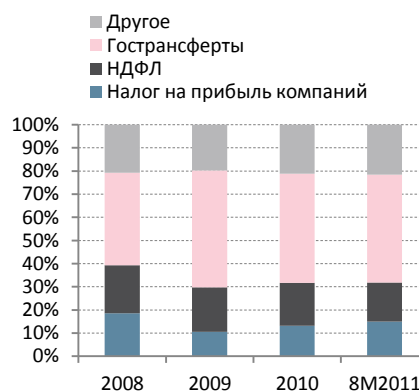


График 215. Структура бюджетных доходов, %



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

Таблица 60. Облигации в обращении

Серия	Объем, млрд руб.	Дата погашения	A1	Репо
34005	3,0	20.12.12	-	+
34006	4,0	17.11.16	-	+

Источники: CBonds, региональная администрация

## Бюджет и долг

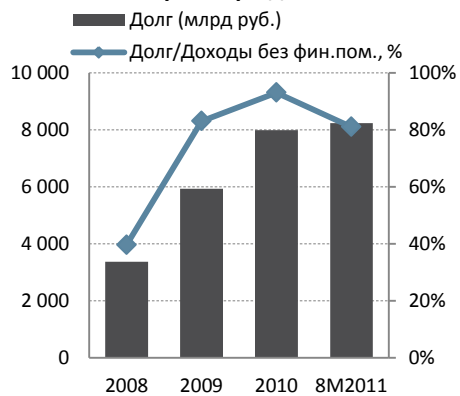
Костромская область входит в число регионов, наиболее зависимых от государственных дотаций, что предопределили одни из наиболее низких среди регионов-эмитентов бюджетные доходы. В сентябре 2011 г. субсидии составили 46% доходов бюджета. Положительным фактором является сравнительно малая чувствительность бюджета к фазам экономического цикла, поскольку трансферты составляют большую часть бюджета, а поступления от корпоративного налога – меньшую. В 2009 г. доходы от налога на прибыль уменьшились на 42%, но увеличение бюджетных трансфертов на 28% предотвратило снижение общих доходов. В 2010 г. доходы от налога на прибыль стали расти, но им не удалось достичь уровня 2008 г. Увеличение бюджетных субсидий в 2010 г. способствовало повышению общих доходов на 13%. На 2011 г. в бюджете также предусмотрен рост доходов.

**Проблема расходов является острой для региона.** В 2009 и 2010 гг. лимит дефицита бюджета, утвержденный Бюджетным кодексом, был нарушен, одновременно с этим размер долговой нагрузки также достиг установленного законодательством предела. Министерство финансов включило Костромскую область в список регионов с низким качеством финансового управления. Большую часть долга региона составляют банковские займы. Недавно размещенные облигации могли бы заменить банковские кредиты, но региональная программа заимствований предполагает получение новых банковских кредитов, что может обострить долговой вопрос.

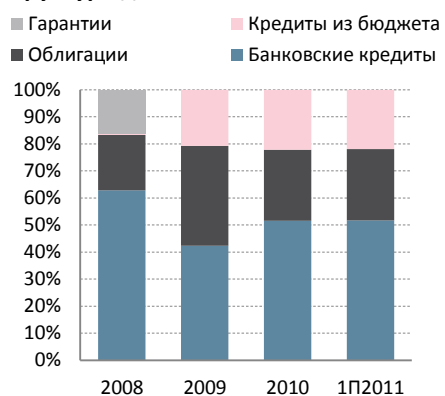
## Рынок облигаций

Костромская область вышла на рынок облигаций в июне 2005 г. и разместила в совокупности четыре выпуска. Сейчас в обращении находятся два выпуска облигаций.

**График 216. Изменение размера долга**



**График 217. Структура долга, %**



Источники: Казначейство России, Минфин, региональные финансовые органы, оценка Атона

## Раскрытие информации

Настоящий отчет (далее по тексту – «Отчет») подготовлен аналитиком (-ами) ООО «АТОН», чье имя (чьи имена) указано(-ы) на титульном листе Отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем Отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или компании, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любой анализируемой компании/ценной бумаги. Каждый аналитик и (или) лица, связанные с любым аналитиком, могли взаимодействовать с трейдерами и другими сотрудниками для сбора, формирования и толкования рыночной информации.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем Отчете, являются суждением на момент публикации настоящего Отчета. Если дата настоящего Отчета неактуальна, взгляды и содержание могут не отражать текущее мнение аналитика. Настоящий Отчет был подготовлен независимо от компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем Отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего Отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего Отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем Отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего Отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим Отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ним лица мог (могли) предпринять действия в соответствии с настоящим Отчетом либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем Отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий Отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг. Настоящий Отчет не является оценкой стоимости бизнеса компании, ее активов либо ценных бумаг.

Никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией(-ями) или мнением(-ями), представленными в данном Отчете. Вознаграждение аналитиков определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами ООО «АТОН». Как и все сотрудники ООО «АТОН», аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности ООО «АТОН», которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Компании.

Аналитики, либо их аффилированные компании, либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг компании. Аналитики имеют право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг компании.

Выпуск и распространение аналитического Отчета и иной информации в отношении ценных бумаг в определенных юрисдикциях может ограничиваться законом. Если прямо не указано обратное, настоящий Отчет предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного Отчета в той юрисдикции, в которой находится или принадлежит получатель настоящего Отчета. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства такой юрисдикции о ценных бумагах. Настоящий Отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая зависимые территории и Округ Колумбия), Австралии, Канады и Японии.

### Инвестиционная рекомендация

Инвестиционная рекомендация представляет прогноз ООО «АТОН» по совокупной доходности (прогнозное повышение стоимости и дивидендная доходность на следующие 12 месяцев, если в отчете прямо не указано иное).

Инвестиционные рекомендации могут быть:

**Покупка** (ожидаемая совокупная доходность 15% и более);

**Держать** (ожидаемая совокупная доходность 0-15%);

**Продажа** (отрицательная ожидаемая совокупная доходность).

В отдельных случаях стандартные диапазоны доходности не применимы к ценным бумагам компаний, представляющих развивающиеся рынки, и рекомендации могут быть присвоены на основании суждения аналитика о ценных бумагах. Инвестиционные рекомендации присваиваются в момент начала аналитического освещения деятельности долевых ценных бумаг либо в момент изменения теоретической цены по тем или иным долевым ценным бумагам компании. За исключением указанных случаев ожидаемая совокупная доходность может в результате изменения курсовой стоимости выходить за рамки диапазонов, актуальных в момент присвоения рекомендации и предусмотренных соответствующей рекомендацией. Такие временные отклонения допустимы, но подлежат рассмотрению руководством Аналитического управления. Может возникнуть необходимость временно присвоить рейтинг «рекомендация пересматривается», и в этот период ранее присвоенная рекомендация может не отражать актуальное суждение аналитиков. Применительно к компаниям, в отношении которых ООО «АТОН» не выразило прямо намерение освещать деятельность на регулярной основе, в целях информирования аналитики могут подготовить отчеты, освещающие значимые события или содержащие информацию общего характера, без присвоения инвестиционной рекомендации. Решение о покупке или продаже ценных бумаг должно основываться на собственных инвестиционных целях инвестора и должно приниматься после оценки ожидаемого изменения стоимости ценных бумаг и риска.

© ООО «АТОН», 2010. Все права защищены.

Данный Отчет служит только информационным целям и не представляет собой fiduciary отношений или совета, его не следует рассматривать в качестве предложения или предложения оферты, или пригласения или побуждения причины принять участие в инвестиционной деятельности, и на него нельзя рассчитывать как на заверение того, что какая-либо конкретная транзакция может быть осуществима по оговоренной цене. Данный документ не является рекламой ценных бумаг. Выражаемые в нем мнения могут отличаться или противоречить мнениям, выражаемым другими подразделениями бизнеса или группами ООО «АТОН» в результате использования других предположений и критериев. Вся такая информация и мнения подлежат изменению без уведомления, и ни ООО «АТОН», ни какое-либо из его дочерних предприятий или филиалов не несут никакой ответственности за обновление информации, содержащейся здесь или в любом ином источнике.

Описания любой упоминаемой здесь компании или компаний или их ценных бумаг, или рынков, или событий не претендуют на полноту. Настоящий документ и/или информация не должны расцениваться получателями в качестве замены их собственного суждения, поскольку данная информация не имеет отношения к конкретным инвестиционным целям, финансовому положению или определенным потребностям какого-либо конкретного получателя. Применение законов о налогообложении зависит от отдельных обстоятельств инвестора и, соответственно, до принятия инвестиционного решения каждый инвестор должен обратиться к услугам независимых профессиональных консультантов. Содержащиеся здесь информация и мнения были собраны или получены на основании информации, полученной из источников, которые, как мы полагаем, являются надежными и достоверными. Такая информация не была независимо проверена и представляется на основании «как есть», и не предоставляется никаких представлений или гарантий, явно выраженных или подразумеваемых, относительно точности, полноты, достоверности или пригодности такой информации и мнений, кроме случаев, когда такая информация имеет отношение к ООО «АТОН», его дочерним предприятиям и филиалам. Все изложения мнений и все предполагаемые показатели, прогнозы или утверждения, касающиеся ожиданий относительно будущих событий или возможных будущих показателей инвестций, представляют собой собственную оценку и интерпретацию доступной в настоящее время ООО «АТОН» информации.

Описываемые ценные бумаги могут не подходить для продажи во всех юрисдикциях или определенным категориям инвесторов. Опционы, производные продукты и фьючерсы не подходят для всех инвесторов, и торговля этими инструментами считается рискованной. Простые показатели не являются гарантией будущих результатов. Стоимость инвестиций может упасть или вырасти, при этом инвестор может не вернуть себе сумму первоначальных инвестиций. Некоторые инвестиции могут стать неосуществимыми в связи с неликвидностью рынка ценных бумаг или отсутствием вторичного рынка интереса инвестора, и поэтому оценка инвестиций и определение рисков инвестора могут не поддаваться количественной оценке. Инвестиции в неликвидные ценные бумаги подразумевают высокую степень риска и приемлемы только для опытных инвесторов, нечувствительных к таким рискам и не требующих легкого и быстрого преобразования инвестиций в наличные средства. Деноминированные в иностранной валюте ценные бумаги подвержены колебаниям в зависимости от обменных курсов, что может негативно сказаться на стоимости или цене инвестиций, а также получаемых от инвестиций доходов. Иные факторы риска, влияющие на цену, стоимость или доходы от инвестиций, включают, но не обязательно ограничиваются политическими рисками, экономическими рисками, кредитными рисками, а также рыночными рисками. Инвестиции в такие развивающиеся рынки, как Россия, другие страны СНГ, африканские или азиатские страны и ценные бумаги развивающихся рынков имеют высокую степень риска, и инвесторы перед осуществлением инвестиций должны предпринять тщательное предварительное обследование.

Исключая существенное доверительное управление ценными бумагами, где ООО «АТОН» взяло на себя обязательство обеспечить непрерывное покрытие какой-либо компании или ее ценных бумаг, ООО «АТОН» и его филиалы, их директора, представители, сотрудники (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) или клиенты могут иметь или имели интересы в ценных бумагах компаний, описанных в Анализе Капиталовложений, или длинные или короткие позиции в каких-либо ценных бумагах, упоминаемых в Анализе Капиталовложений или иных связанных финансовых инструментах в любое время, и могут осуществить покупку и/или продажу, или предложить осуществить покупку и/или продажу любых таких ценных бумаг или иных финансовых инструментов время от времени на открытом рынке или иным образом, в каждом случае в качестве принципалов или агентов. В случаях, когда ООО «АТОН» не принимало на себя обязательство обеспечивать непрерывное покрытие какой-либо компании или ее ценных бумаг, ООО «АТОН» и его филиалы (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) может действовать или действует как маркет-мейкер по ценным бумагам или другим финансовым инструментам, описываемым в Анализе Капиталовложений, или по связанным с такими ценными бумагами ценным бумагам. Сотрудники ООО «АТОН» или его филиалов могут являться официальными лицами или директорами соответствующих компаний. Приведенная здесь информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или издана, полностью или частично, для какой-либо цели без письменного разрешения ООО «АТОН», и ни ООО «АТОН», ни какой-либо из его филиалов не принимают на себя какой-либо ответственности за действия третьих лиц в этом отношении. Данная информация не может использоваться для создания каких-либо финансовых инструментов или продуктов, или каких-либо индексов. ООО «АТОН» и его филиалы, ни их директора, представители, или сотрудники не несут никакой ответственности за какие-либо прямые или косвенные убытки или ущерб в связи с использованием всей содержащейся здесь информации или любой ее части.



**ООО "АТОН"**

115035 Москва, Овчинниковская наб., дом 20, строение 1  
Тел. +7 (495) 777 9090; +7 (495) 777 8877 Факс +7 (495) 777 8876  
АТОН <GO> (Bloomberg)  
www.aton.ru www.atonbroker.com  
Участник торгов РТС, ММВБ, член НАУФОР

**Atonline Limited**

Юридический адрес: 5, Темистокли Дерви, ЭЛЕНИОН БИЛДИНГ, 2 этаж, Р.С. 1066, Никосия, Кипр  
Офис: 20, Кириакос Матсис Авеню, 4 этаж, СУ-1096, Никосия, Кипр  
Тел. +357 (22) 680015 Факс +357 (22) 680016  
Действует в соответствии с правилами Комиссии по ценным бумагам и биржам Республики Кипр (лицензия № CIF 104/09)

Департамент торговли	Отдел продаж акций зарубежным клиентам	Отдел продаж акций российским клиентам	Аналитический департамент	Управление по работе с долговыми инструментами
<b>Павел Грёнбьерг</b> +7 (495) 287 8650 pavel.gronbjerg@aton.ru	<b>Мартин Голлнер</b> +44 20 7011 9662 martin.gollner@atonint.com	<b>Антон Снобков</b> +7 (495) 287 9280 anton.snobkov@aton.ru	<b>Алексей Языков</b> +7 (495) 213 0340 alexei.yazikov@aton.ru	<b>Мурат Берсеков</b> +7(495) 705-99-42 murat.bersekov@aton.ru

**АНАЛИТИКИ АТОНА****Стратегия и экономика**

**Питер Вестин**  
+7 (495) 213 0341  
peter.westin@aton.ru

**Эндрю Риск**  
+7 (495) 777 9090 x2641  
andrew.risk@aton.ru

**Сергей Колоколов**  
+7 (495) 777 9090 x2671  
sergey.kolokolov@aton.ru

**Электроэнергетика**

**Илья Купреев**  
+7 (495) 213 0335  
ilya.koupreyev@aton.ru

**Алексей Евстратенков**  
+7 (495) 777 9090 x2679  
alexey.evstratenkov@aton.ru

**Павел Ластовкин**  
+7 (495) 777 6677 x2683  
pavel.lastovkin@aton.ru

**Металлургия**

**Диннур Галиханов**  
+7 (495) 213 0338  
dinnur.galikhanov@aton.ru

**Илья Макаров**  
+7 (495) 777 9090 x2644  
ilya.makarov@aton.ru

**Специальные ситуации**

**Михаил Пак**  
+7 (495) 213 0337  
mikhail.pak@aton.ru

**Никита Мельников**  
+7 (495) 213 0336  
nikita.melnikov@aton.ru

**Телекоммуникации и медиа**

**Станислав Юдин**  
+7 (495) 213 0339  
stanislav.yudin@aton.ru

**Ирина Скворцова**  
+7 (495) 777 9090 x2675  
irina.skvortsova@aton.ru

**Долговые инструменты: аналитика**

**Ринат Кирдань**  
+7 (495) 213 0342  
rinat.kirdan@aton.ru

**Андрей Бобовников**  
+7 (495) 287 8648  
andrey.bobovnikov@aton.ru

**Юрий Нефедов**  
+7 (495) 777 6677 x2643  
yury.nefedov@aton.ru

**Автоматизация продуктов**

**Тимур Семенов**  
+7 (495) 777 6677 x2688  
timur.semenov@aton.ru

**Андрей Малышенко**  
+7 (495) 777 6677 x2689  
andrey.malyshenko@aton.ru

**Банки**

**Ринат Кирдань**  
+7 (495) 213 0342  
rinat.kirdan@aton.ru

**Иван Качковский**  
+7 (495) 705 9232  
ivan.kachkovski@aton.ru

**Сергей Казарян**  
+7 (495) 777 9090 x2674  
sergey.kazaryan@aton.ru

**Редакционно-издательский отдел**

**Лорен Мэнди**  
+7 (495) 777 9090 x2648  
lauren.mandy@aton.ru

**Томас Лавракас**  
+7 (495) 777 9090 x2686  
thomas.lavrakas@aton.ru

**Анна Богданова**  
+7 (495) 777 9090 x2657  
anna.bogdanova@aton.ru

**Анна Мартынова**  
+7 (495) 777 9090 x2678  
anna.martynova@aton.ru

**Нефть и газ**

**Елена Савчик**  
+7 (495) 213 0343  
elena.savchik@aton.ru

**Вячеслав Буньков**  
+7 (495) 213 0344  
slava.bunkov@aton.ru

**Анна Лакейчук**  
+7 (495) 777 9090 x2661  
anna.lakeychuk@aton.ru

**Потребительский сектор**

**Иван Николаев**  
+7 (495) 213 0334  
ivan.nikolaev@aton.ru

**Марина Гутнева**  
+7 (495) 777 9090 x2645  
marina.gutneva@aton.ru

**Долговые инструменты: трейдинг**

+7 (495) 237 8649

**Акции: трейдинг**

+7 (495) 287 9287

**Технический анализ**

**Елена Кожухова**  
+7 (495) 777 9090 x2672  
elena.kozhukhova@aton.ru