

Ренессанс
Капитал

Олеся Черданцева
+7 (495) 783 5693
OCherdantseva@rencap.com

Алексей Моисеев
+7 (495) 258 7946
AMoisseev@rencap.com

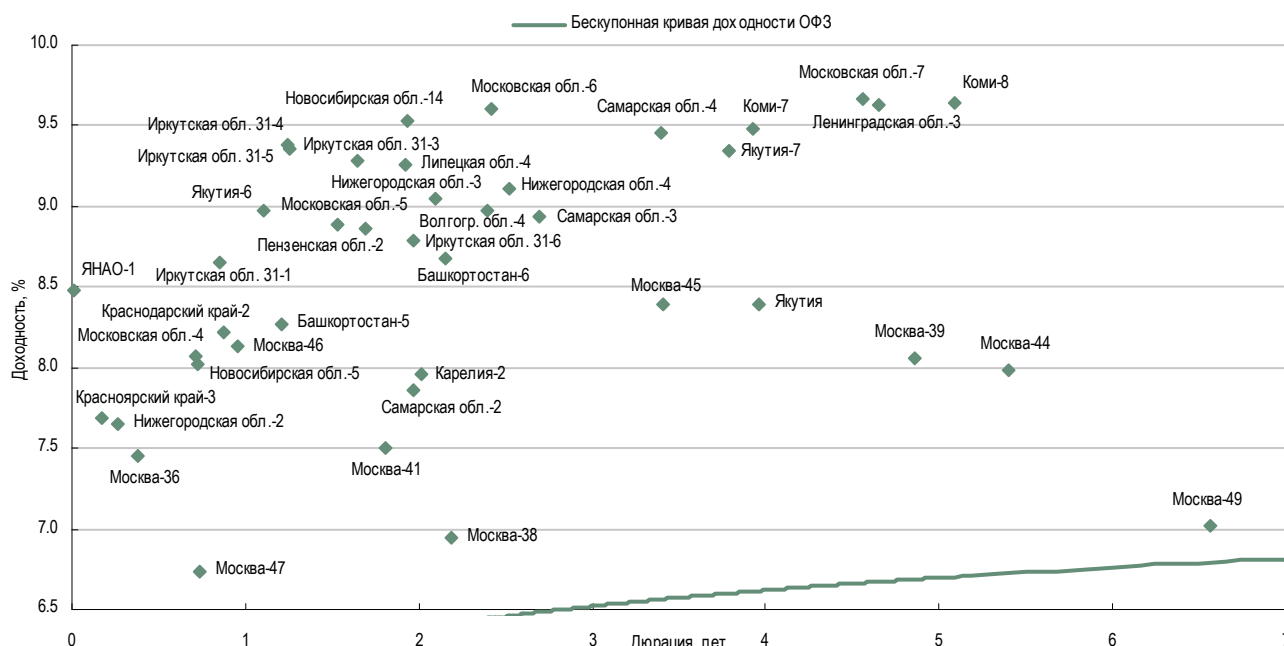
Региональные облигации Годовой обзор



Региональные облигации Годовой обзор

- Выход российских регионов на рынки капитала продолжается и набирает обороты, хотя кредитоспособность многих региональных субъектов по-прежнему невысока.
- В данном отчете мы даем характеристику кредитного качества регионов с достаточно большим объемом выпущенных облигаций.
- При анализе кредитоспособности регионов мы учитывали только собственные ресурсы заемщика, не принимая во внимание возможную помощь со стороны федерального центра.
- В отношении государственной поддержки регионы находятся в одинаковом положении: в период подъема экономики все эмитенты региональных облигаций при необходимости могут получить федеральную помощь, и ни один регион не может на нее рассчитывать в период спада.
- За прошлый год эти тенденции не изменились и стали еще более выраженными в результате появления новых региональных эмитентов с более низким кредитным качеством.
- Облигации, выпущенные регионами России, за последние 12 месяцев столкнулись с теми же сложностями, что и весь российский долговой рынок в целом, в связи с глобальным кредитным кризисом.
- Региональные облигации характеризуются относительно меньшей ликвидностью — зачастую их держателями являются инвесторы с долгосрочным горизонтом вложений, менее склонные к активной торговле. По этой причине котировки данных инструментов корректируются медленнее, и обязательства, размещенные до недавней переоценки, все еще торгуются на ценовых уровнях, которые сейчас представляются неадекватно высокими.

Рисунок 1. Региональные и муниципальные рублевые облигации, включенные в Ломбардный список Банка России



Содержание

Инвестиционный вывод	3
Основы кредитного анализа	5
Динамика и основные факторы кредитного качества	5
Основные источники доходов	6
Обзор рынка	6
Региональные заемщики и финансовый кризис	9
Регионы	12
Белгородская область	12
Волгоградская область	14
Воронежская область	16
Иркутская область	18
Казань	20
Калужская область	22
Костромская область	24
Краснодарский край	26
Красноярский край	28
Ленинградская область	30
Липецкая область	32
Москва	34
Московская область	36
Нижегородская область	38
Новосибирская область	40
Пензенская область	42
Республика Башкортостан	44
Республика Карелия	46
Республика Коми	48
Республика Саха (Якутия)	50
Республика Удмуртия	52
Республика Чувашия	54
Самарская область	56
Томская область	58
Тульская область	60
Хабаровский край	62
Ярославская область	64
Раскрытие информации	66

Инвестиционный вывод

Региональные долговые рынки продолжают демонстрировать высокие темпы роста. Все больше регионов выходят на рынки капитала, хотя кредитоспособность многих региональных субъектов по-прежнему невысока. Для значительной части инвесторов вероятность поддержки со стороны федерального правительства перевешивает опасения, связанные с низкой кредитоспособностью эмитентов. Многие считают, что для государства вопросы репутации настолько важны, что правительство будет готово пойти на неэффективное расходование средств и выкупить любые субфедеральные обязательства, несмотря на значительный риск морального ущерба.

Такая позиция зачастую доходит до крайностей. Участникам рынка знакомы сделки, при которых региональная компания, имеющая лишь письмо-поручительство от администрации соответствующего региона, продлевала собственные гарантийные обязательства по отношению к другой региональной компании. Мы не стали бы столь подробно касаться подобных сделок, если бы рынок не отождествлял такие выпуски корпоративных облигаций с предоставлением гарантии государства. Эта тенденция представляется нам довольно тревожной.

Игроки, давно присутствующие на рынке, вряд ли забыли ситуацию 1997 г., когда инвесторы уверовали в различные мифы, связанные с кредитоспособностью, – например, что крупные компании не могут обанкротиться просто в силу своего размера. В то время казалось, что если та или иная структура имеет значение для финансово состоятельных лиц, то эти лица не только будут готовы выкупить ее, но и погасить ее облигации. Мы категорически не согласны с указанной точкой зрения.

Дефолт 1998 г., практически уничтоживший инвестиции в долговые инструменты большинства регионов, преподнес инвесторам очень важный урок: ни один из российских регионов не может претендовать на особое отношение и, следовательно, поддержку государства в случае системного кризиса. В таких ситуациях государство заботится в первую очередь о собственных обязательствах, и регионам приходится самостоятельно решать свои проблемы. В полном соответствии с этой теорией лишь самые сильные регионы смогли погасить задолженность после кризиса 1998 г. Кроме того, некоторые регионы воспользовались кризисной ситуацией во время дефолта и не стали производить выплаты, присоединившись к неплатежеспособным эмитентам.

Как некогда заметил Джон Мэйнард Кейнс, «иррациональность рынка может длиться дольше, чем ваша платежеспособность». Не прогнозируя стремительного падения стоимости активов данной категории, мы, тем не менее, обеспокоены практическим исчезновением дифференциации уровня кредитоспособности.

Для оценки кредитного качества регионов мы провели анализ на основе следующих факторов:

- Стабильность собственной доходной базы: зависимость от цен на товары, степень дифференциации доходной базы, зависимость от федеральных трансфертов.
- Сбалансированность финансовой политики: уровень и структура долга региона, баланс бюджета.
- Возможность при необходимости относительно безболезненно сократить расходы.
- Общий уровень развития экономики и инфраструктуры.
- Примеры невыполнения обязательств перед кредиторами (на основании этих данных можно сделать вывод о готовности региона к погашению долговых обязательств в том случае, если вышеназванных факторов будет недостаточно).

Мы включили в отчет только те регионы, объем непогашенных облигаций которых превышает 500 млн руб. (меньший объем вряд ли можно в полной мере считать облигационным займом, даже если речь идет о рынке внутренних долговых обязательств). Таких регионов в России 28.

В настоящий момент на фоне общего относительного бюджетного благополучия нет оснований полагать, что какой-либо из этих регионов не сможет выполнить свои обязательства. Достаточно широко распространено мнение о том, что в случае возникновения у региона затруднений в погашении долга федеральные власти окажут ему содействие, поскольку они заинтересованы в поддержании позитивного имиджа страны в глазах инвесторов в облигации. Это мнение получило дополнительную поддержку пять лет назад, когда федеральное правительство оказало помощь Нижегородской области. Однако не стоит слишком полагаться на федеральную поддержку; если ситуация с государственным бюджетом ухудшится, регионам придется самостоятельно разбираться со своими долгами.

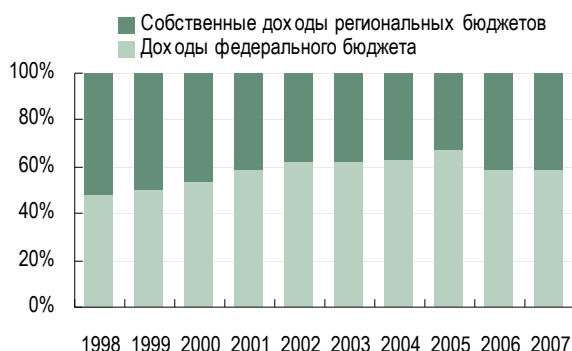
Кроме того, в последние годы федеральное правительство оказывает лишь негативное влияние на кредитное качество регионов: их доходы перекачиваются в федеральный бюджет, тогда как обязательства по расходам столь же систематически передаются в обратном направлении. Таким образом, основным показателем кредитного качества региона мы считаем его собственные финансовые ресурсы.

Основы кредитного анализа

Динамика и основные факторы кредитного качества

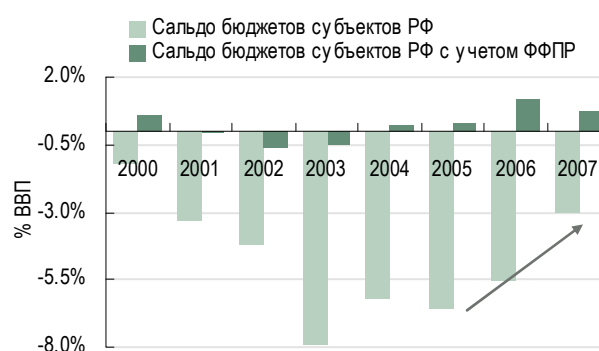
Основным фактором, определяющим развитие кредитного качества всех российских регионов, была и остается так называемая реформа фискального федерализма, вследствие которой меняется распределение доходов и расходов между федеральным центром и регионами. Основная идея реформы представляется вполне разумной: разделить полномочия между уровнями власти, а затем поделить источники финансирования таким образом, чтобы они обеспечивали выполнение этих полномочий. Однако реформа была официально приостановлена до 2009 г., и финансовое планирование в регионах оказалось в подвешенном состоянии. Более того, как показала практика, отсутствие должного понимания реальной стоимости исполнения разных функций привело к возникновению дисбаланса между фактическими финансовыми обязательствами регионов и объемом собственных доходов. Этот дисбаланс очень хорошо виден на *рис. 2*: с годами доля бюджетных доходов, остающихся в распоряжении регионов, сокращалась, а доля расходов – росла. Действительно, если в 1998 г. в распоряжении регионов осталось 53% всех доходов, то соответствующее оценочное значение за 2007 г. составляет всего 41% – ситуация стабилизировалась в 2006 г. С расходами картина обратная: в 1998 г. доля регионов составила 44%, а в 2007 г. она выросла до 47%. Зафиксированное в Бюджетном кодексе соотношение доходов между центром и регионами при этом неизменно остается на уровне пятьдесят на пятьдесят.

Рисунок 2. Бюджетные доходы – соотношение между центром и регионами¹



Источник: Министерство финансов

Рисунок 3. Бюджетный баланс регионов, % ВВП



ФФПР – Фонд финансовой поддержки регионов.

Источник: Министерство финансов

В результате в последние годы увеличилась зависимость регионов от федеральных трансфертов. Как видно из *рис. 3*, балансы региональных бюджетов без учета финансовой помощи из центра остаются негативными, и только эта помощь дает возможность их сбалансировать. За 2006-2007 гг. произошло очень важное изменение – собственные доходы регионов заметно возросли, в основном за счет резкого увеличения бюджетных поступлений на фоне роста цен на нефть. Тем не менее, это обеспечило всего лишь стабилизацию собственных бюджетных балансов регионов, так как наряду с ростом доходов расходная часть бюджетов также возросла в связи с увеличением объема социальных выплат.

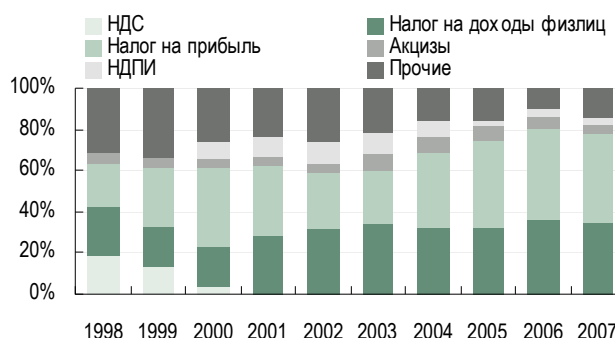
Такая ситуация может быть выгодна федеральному центру, поскольку высокая степень финансовой зависимости становится важным рычагом воздействия как на экономическую, так и на политическую ситуацию в регионах. Однако активное вмешательство государства ведет к снижению кредитного качества региональных эмитентов.

¹ Министерство финансов Российской Федерации публикует данные по кассовому исполнению консолидированного бюджета субъекта федерации, а также по кассовому исполнению собственно субъекта. Здесь и далее мы используем последний тип данных, так как консолидированные бюджеты включают бюджеты муниципальных образований, что искажает картину кредитного качества регионов.

Основные источники доходов

По замыслу авторов реформы фискального федерализма, основными источниками доходов для регионов должны стать налоги на доходы от тех видов деятельности, которые осуществляются на территории этих регионов. В частности, одним из существенных источников доходов регионов в последние годы оказался подоходный налог, в то время как НДС стал полностью федеральным налогом. Кроме того, в процессе реформы очевидной стала тенденция к изъятию у регионов доходов от добычи большинства полезных ископаемых. Таким образом, в последние годы доходы регионов складываются из 100% подоходного налога и части налога на прибыль, которая остается в распоряжении регионов. Эти два налога обеспечивают около 80% всех доходов среднего российского региона (рис. 4).

Рисунок 4. Структура доходов регионов



Источник: Министерство финансов

Обзор рынка

Концепция бюджетного кодекса в области заимствований

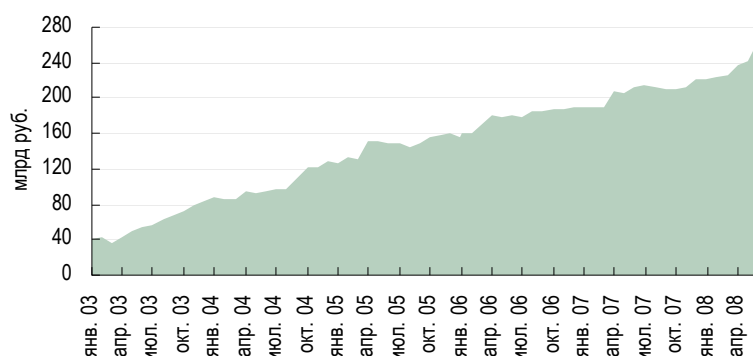
Ограничения по эмиссии муниципальных долговых обязательств на внутреннем рынке, предусмотренные Бюджетным кодексом, являются достаточно жесткими. В частности, максимальный размер бюджетного дефицита любого региона не может превышать 15% годовых доходов бюджета. Бюджетный дефицит может финансироваться различными способами, включая приватизацию, федеральные трансферты и займы (в том числе выпуск рублевых облигаций). На эмиссию таких бумаг распространяется ряд ограничений, в том числе максимальный срок обращения не более 30 лет (об уместности такого ограничения пока трудно делать выводы, поскольку облигации, как правило, выпускаются со сроком погашения не более трех-четырёх лет). Тем регионам, которые не удовлетворяют параметрам, определенным Бюджетным кодексом, запрещается привлекать новые заимствования до тех пор, пока они не обеспечат соответствие законодательным нормам. Требование о регистрации выпусков региональных облигаций до размещения позволяет федеральному правительству полностью контролировать процесс их выпуска.

В 2005-2006 гг. произошел всплеск размещения выпусков региональных облигаций. Тенденция сохранялась и в первые пять месяцев 2007 г., однако из-за мирового кредитного кризиса объем региональных выпусков во второй половине года сократился. В настоящее время в России выпущены в обращение облигации 46 региональных и муниципальных эмитентов; еще несколько планируют выйти на рынок долговых обязательств в ближайшем будущем. Пока не совсем ясно, насколько они соответствуют условиям, установленным федеральным правительством в отношении процедуры эмиссии облигаций, и сколько эмитентов действительно сможет разместить долговые инструменты на рынке, учитывая опасения инвесторов относительно их кредитного качества. Следует отметить, что многие регионы с низким кредитным качеством уже разместили облигации с высокой доходностью, и в случае ухудшения ситуации они первыми объявят дефолт по своим обязательствам.

Рынок в динамике

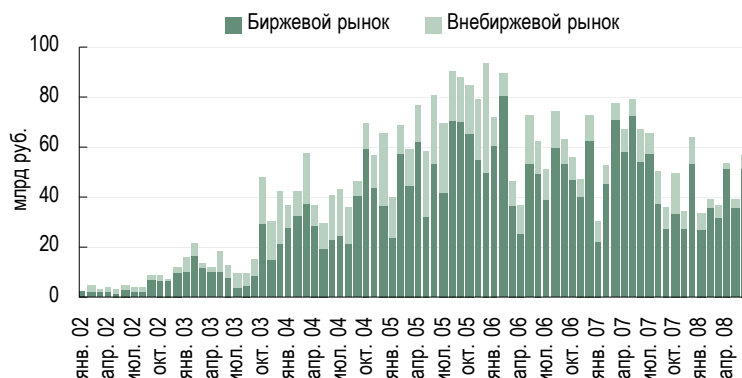
После практически полного коллапса в 1998 г. рынок долговых обязательств российских регионов начал возрождаться в 2002 г. С тех пор он стал важной частью рынка рублевых облигаций и составляет 17.7% от общего объема нефедеральных займов. Развитие рынка региональных облигаций ускорилось весной 2003 г., когда Министерство финансов стало открыто поддерживать размещение займов регионов на внутреннем рынке. Основные показатели динамики рынка региональных и муниципальных облигаций представлены на рис. 5-7.

Рисунок 5. Объем рынка российских муниципальных и субфедеральных облигаций



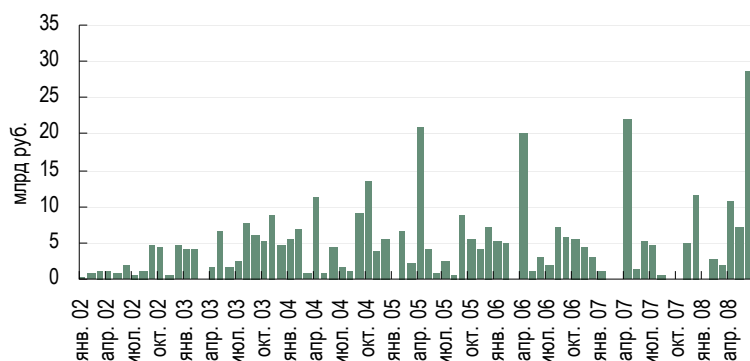
Источник: CBonds

Рисунок 6. Оборот торгов российских муниципальных и субфедеральных облигаций



Источник: CBonds

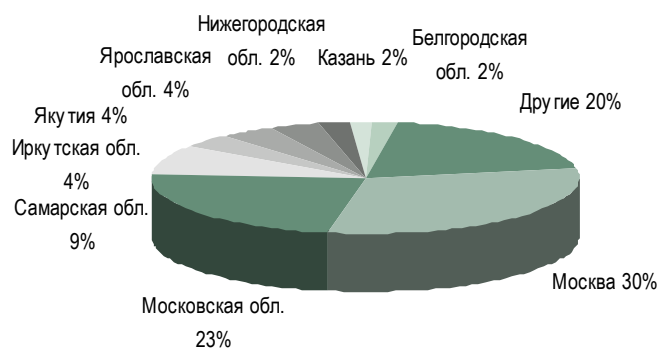
Рисунок 7. Размещения российских муниципальных и субфедеральных облигаций



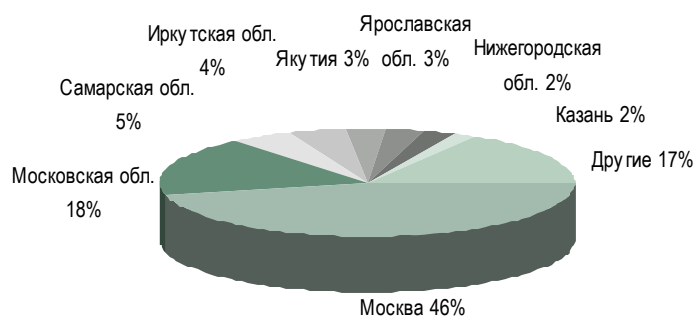
Источник: CBonds

На рис. 8 представлены эмитенты региональных облигаций. Лидирует на рынке муниципальных облигаций Москва, далее с большим отрывом следует Московская область. Однако более слабые с финансовой точки зрения региональные эмитенты тоже постепенно становятся заметными игроками на рынке.

Рисунок 8. Основные эмитенты региональных облигаций
а) в 2008 г.



б) в 2007 г.



Источник: CBonds

Региональные заемщики и финансовый кризис

В последние 12 месяцев выпущенные региональными администрациями обязательства испытывали в целом те же неприятности, что обрушились на рынок рублевых облигаций на фоне глобального кризиса на рынке долгового капитала. В частности, весьма существенно сократилось количество выпусков, с которыми активно проводились торговые операции. Наш анализ ликвидности (см. отчет «Индикаторы ликвидности во втором квартале» от седьмого июля 2008 г.) показывает, что из 83 региональных выпусков, бывших предметами сделок во втором квартале, только у 17 выпусков – или 20% – индикатор ликвидности превосходит средний по рынку показатель (для сравнения, во втором квартале прошлого года таких выпусков было 30%), причем величина индикатора стала минимальной со времени начала наших расчетов в первом квартале 2006 г. (рис. 9-10).

Рисунок 9. Количество ликвидных выпусков региональных облигаций

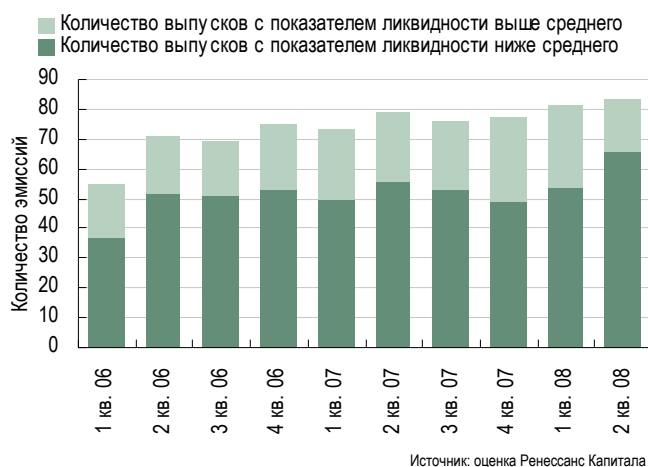
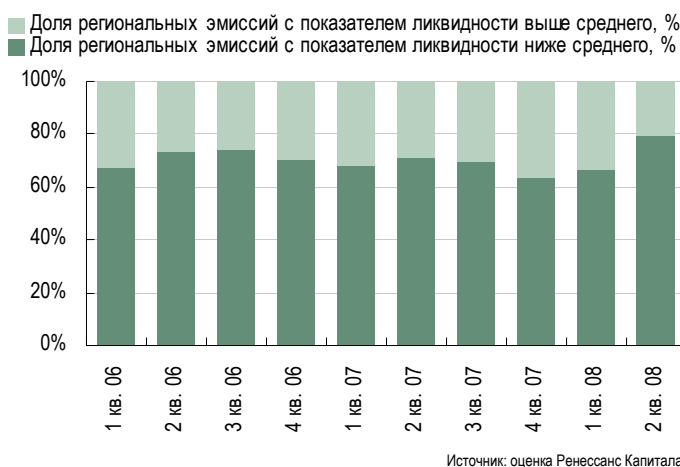


Рисунок 10. Доля ликвидных региональных облигаций



Вместе с тем, удар, нанесенный по региональным облигациям, может показаться более чувствительным. Тот же анализ ликвидности демонстрирует, что в первом квартале 2007 г. в десятку наиболее ликвидных облигаций входили три региональных выпуска, а во втором квартале 2008 г. их число сократилось до двух. На наш взгляд, этому можно найти два объяснения. Во-первых, следует учитывать особенности инвестиций в региональные инструменты. Нормативные требования, а также связь регионов с государством, позволяющая, как предполагают участники рынка, рассчитывать на поддержку и в большинстве случаев обеспечивающая включение бумаг в котировальный список А1 ММВБ, означают, что в региональные обязательства зачастую вкладываются не склонные к регулярной торговле инвесторы с длительным горизонтом вложений. По той же причине во многих выпусках региональных облигаций ценовой коррекции не произошло, и инструменты, размещенные до недавней масштабной переоценки рынка, по-прежнему котируются на уровнях, которые сейчас представляются неадекватно высокими.

Вторая причина заключается в том, что большинство выпущенных регионами долговых обязательств имеют достаточно длинную дюрацию и не предполагают оферту, что в наши дни уже считается «немодным». Действительно, большинство эмитентов пошли на сокращение дюрации и вернулись к практике оферты с годичным интервалом. Эмитенты-регионы пока лишь начинают осваивать новые правила игры, и лидером в этом процессе, как можно было ожидать, стала Москва, которая быстрее всех адаптируется к новым рыночным реалиям. Недавно администрация города объявила, что планирует осенью разместить выпуск облигаций с погашением через год или полтора; как мы полагаем, он станет весьма ликвидным инструментом и, вероятно, новым ориентиром для сегмента.

Кризис на долговом рынке привел и к другим интересным последствиям. В общем и целом доступность капитала для многих регионов не снизилась, однако, как всем остальным заемщикам, получить его стало труднее. Соответственно, регионы, ставшие частыми заемщиками на рынке долговых обязательств, сталкиваются с более серьезными затруднениями в вопросах рефинансирования долга. Более того, во многих случаях на открытый рынок также выходили эмитенты, связанные с такими регионами, но зачастую не имеющие формальных гарантий со стороны государства. Очень часто им на руку играло то обстоятельство, что рынок воспринимал любого заемщика, каким-либо образом связанного с государством, как эмитента, кредитное качество которого подкреплено госгарантиями. В изменившихся и усложнившихся условиях кредитного рынка такой подход будет подвергнут испытанию. Наглядным примером может служить Московская область: на начало года обязательства этого субъекта федерации достигали почти 90 млрд руб., а суммарные долги заемщиков, имеющих отношение к области, приближались к показателю самого региона, составив 75 млрд руб. (табл. 1).

Таблица 1. Задолженность Московской области и связанных с ней заемщиков

Эмитент	Обязательства на конец 2007 г., млрд руб.
Московская областная инвестиционная трстовая компания (МОИТК)	36.7
Спецстрой-2	18.7
Мострансавто	11.0
Мособлгаз-финанс	3.4
Мособлгаз	2.7
Радионет	2.3
Всего	74.8
Московская область	89.3

Источники: Министерство финансов, CBonds, данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

Недавние трудности с исполнением оферты, с которыми столкнулся один из таких связанных эмитентов (Мострансавто), и непростой график погашения обязательств покажут, соответствуют ли предполагаемые гарантии региона ожиданиям инвесторов.

Белгородская область

Облигации

	Объем в обращении, млн руб.	Ставка купона, %	Дата погашения	Котировальный список ММВБ	Ломбардный список Банка России
Белгородская область-5	1500	8.23	14 май 2013 г.	внесписочный	—
Белгородская область-2006	1020	7.88	19 окт. 2011 г.	внесписочный	—
Белгородская область-3	2000	8.38	10 ноя. 2010 г.	внесписочный	—

Источник: CBonds

Обзор кредитного качества заемщика

Белгородская область – один из немногих сельскохозяйственных регионов Центральной России, которым удалось добиться успеха на фоне роста общественного потребления. Хорошие условия для сельскохозяйственной деятельности и достаточно благоприятная для бизнеса экономическая политика обеспечили значительные объемы инвестиций. В промышленности, особенно в обрабатывающих отраслях, также наблюдается рост.

Индикаторы бюджетной политики региона*

Отношение дефицита бюджета к объему собственных доходов	3.3%
Отношение текущих расходов бюджета к доходам	86.8%
Отношение капитальных расходов к общим расходам бюджета	15.9%
Долг к доходам бюджета (без учета финансовой помощи из центра)	29.2%
Расходы на обслуживание долга к общим расходам бюджета региона	1.0%
Доля трансфертов в собственных доходах бюджета	23.0%
Исполнение бюджета по налоговым доходам от первоначально утвержденного значения	136.9%

* Данные по состоянию на первое января 2008 г.

Источник: Министерство финансов

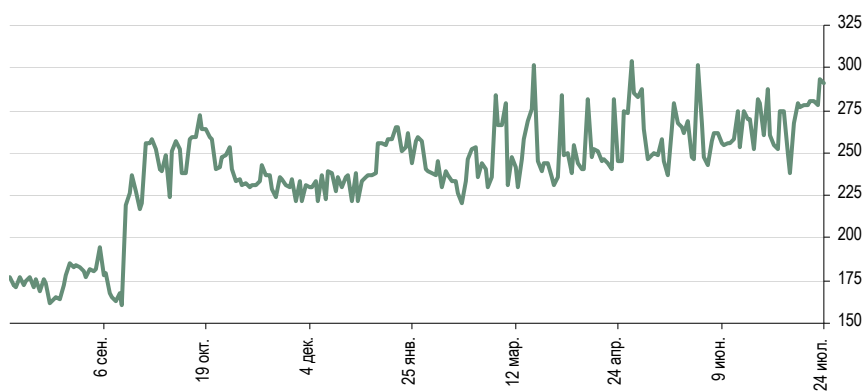
Макроэкономические показатели региона**

Население, тыс. чел.	1519
ВРП, млрд руб.	222.0
Доходы бюджета, млрд руб.	32.0
Кредитный рейтинг (S&P/Moody's/Fitch)	— /Ba1/ —
Долг, млрд руб.	7.9
Губернатор	Евгений Савченко
Партийная принадлежность	Единая Россия
Срок окончания полномочий	Июнь 2011 г.

** Данные по состоянию на первое января 2008 г. или за 2007 г. Объем долга представлен на первое июня 2008 г.

Источники: ЦИК, Министерство финансов, Федеральная служба государственной статистики, оценка Ренессанс Капитала

Спрэд доходности облигаций Белгородская область-2006 к кривой ОФЗ, б. п.



Источник: ММВБ

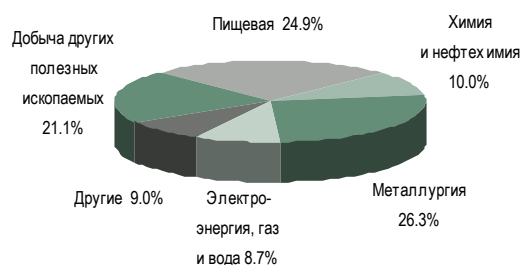
Сильные стороны

- Диверсифицированная экономика.
- Значительная доля обрабатывающей промышленности и сельского хозяйства.
- Умеренный уровень помощи со стороны федерального центра.
- Высокий темп экономического роста.

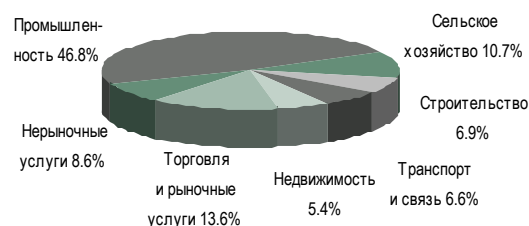
Слабые стороны

- Региональный бюджет не зависит от цен на нефть, но при этом значительную часть бюджетных поступлений обеспечивает металлургия. Таким образом, общая зависимость области от цен на сырьевые товары достаточно высока.
- Неоднозначная политика местных властей в отношении крупных инвесторов может подорвать экономический рост области, особенно в сельском хозяйстве.
- Более низкая ликвидность облигаций – обязательства Белгородской области не включены в котировальный список ММВБ и Ломбардный список Банка России.
- Относительно высокий уровень долга.

Структура промышленного производства, 2006 г.

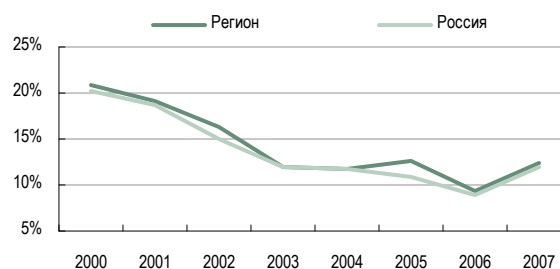


Структура ВРП, 2006 г.



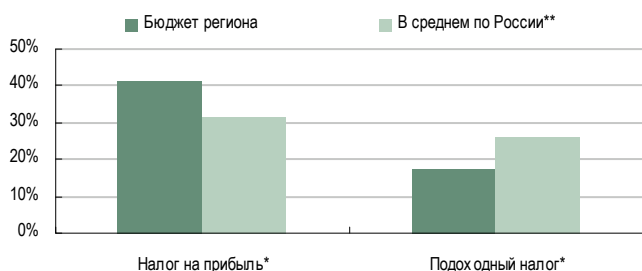
Источник: Федеральная служба государственной статистики

Инфляция



Источник: Федеральная служба государственной статистики

Структура бюджета региона

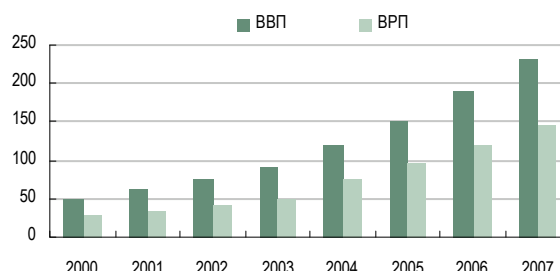


* % к доходам бюджета.

** Сумма сборов по налогу к сумме доходов региональных бюджетов.

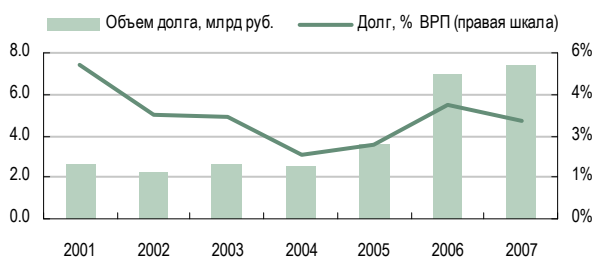
Источник: Министерство финансов

ВРП и ВВП на душу населения, тыс. руб.



Источник: Федеральная служба государственной статистики

Государственный долг региона



Источник: Министерство финансов

Структура государственного долга региона



Источник: Министерство финансов

Волгоградская область

Облигации

	Объем в обращении, млн руб.	Ставка купона, %	Дата погашения	Котировальный список ММВБ	Ломбардный список Банка России
Волгоградская область	600	10.99	11 июн. 2009 г.	внесписочный	–
Волгоградская область-1	700	11.00	17 июн. 2010 г.	внесписочный	–
Волгоградская область-3	550	8.10	19 май. 2010 г.	внесписочный	–
Волгоградская область-4	1000	8.35	15 май. 2012 г.	A1	+

Источник: CBonds

Обзор кредитного качества заемщика

Волгоградская область – среднестатистический российский регион, не располагающий существенной минерально-сырьевой базой, но при этом обремененный социальными обязательствами. Область является получателем федеральных трансфертов, а ее долговая нагрузка весьма умеренная. По сравнению с другими регионами финансовое управление в Волгоградской области находится на приемлемом уровне.

Индикаторы бюджетной политики региона*

Отношение дефицита бюджета к объему собственных доходов	н/д
Отношение текущих расходов бюджета к доходам	85.1%
Отношение капитальных расходов к общим расходам бюджета	10.1%
Долг к доходам бюджета (без учета финансовой помощи из центра)	19.2%
Расходы на обслуживание долга к общим расходам бюджета региона	0.9%
Доля трансфертов в собственных доходах бюджета	33.4%
Исполнение бюджета по налоговым доходам от первоначально утвержденного значения	94.9%

* Данные по состоянию на первое января 2008 г.

Источник: Министерство финансов

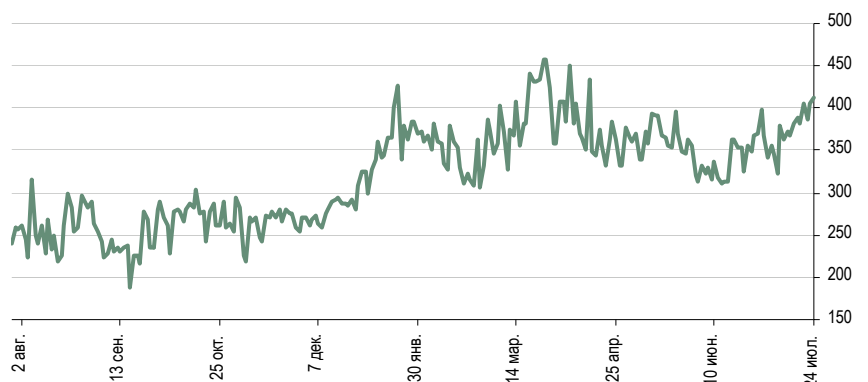
Макроэкономические показатели региона**

Население, тыс. чел.	2610
ВРП, млрд руб.	306.0
Доходы бюджета, млрд руб.	39.5
Кредитный рейтинг (S&P/Moody's/Fitch)	BB-/ – / –
Долг, млрд руб.	4.4
Губернатор	Николай Максютя
Партийная принадлежность	беспартийный
Срок окончания полномочий	Декабрь 2009 г.

** Данные по состоянию на первое января 2008 г. или за 2007 г. Объем долга представлен на первое июня 2008 г.

Источники: ЦИК, Министерство финансов, Федеральная служба государственной статистики, оценка Ренессанс Капитала

Спрэд доходности облигаций Волгоградская область-1 к кривой ОФЗ, б. п.



Источник: ММВБ

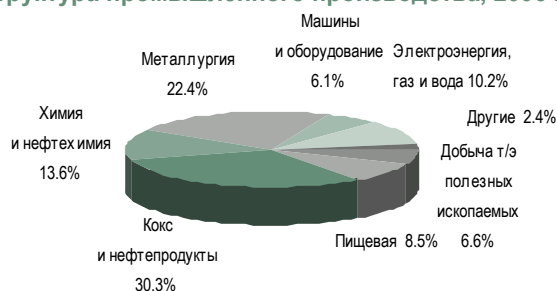
Сильные стороны

- Растущий уровень благосостояния населения.
- Диверсифицированная экономика практически не зависит от цен на энергоносители.
- Устойчиво высокий темп экономического роста, в основном за счет развития инфраструктурных и обрабатывающих отраслей.
- Волгоградская область является экономическим центром Южного федерального округа, на нее приходится четверть всего промышленного производства округа.

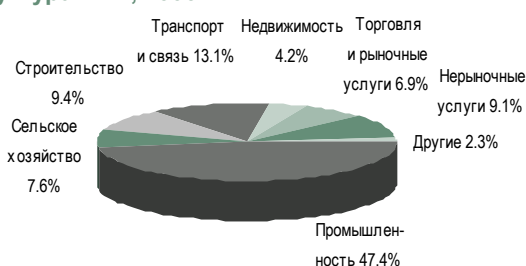
Слабые стороны

- Относительно высокий уровень долга, наращивание которого вряд ли возможно без существенного ухудшения кредитного качества региона.
- Низкий (хотя и растущий в сравнении с общероссийским) уровень жизни населения.
- Значительная доля неэффективных предприятий в экономике, что предполагает наличие скрытой безработицы.
- Низкая доля капитальных затрат к общим расходам бюджета и отсутствие возможностей по мобилизации средств на погашение долга.
- Политические риски, связанные с возможным отстранением губернатора от должности.

Структура промышленного производства, 2006 г.



Структура ВРП, 2006 г.



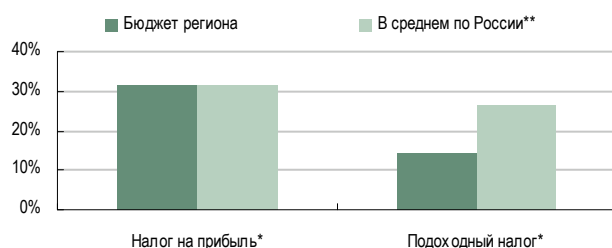
Источник: Федеральная служба государственной статистики

Инфляция



Источник: Федеральная служба государственной статистики

Структура бюджета региона

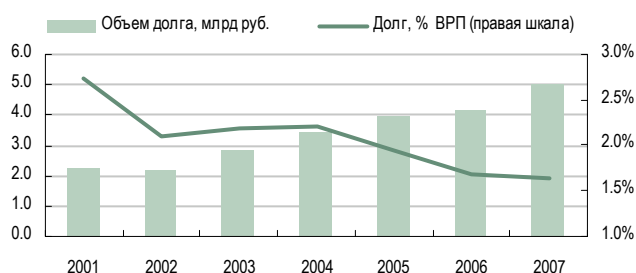


* % к доходам бюджета.

** Сумма сборов по налогу к сумме доходов региональных бюджетов.

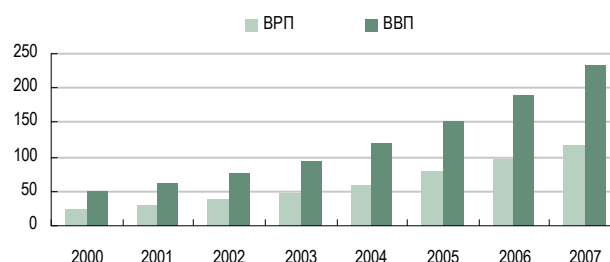
Источник: Министерство финансов

Государственный долг региона



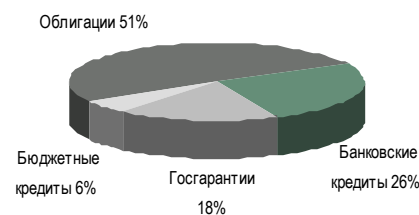
Источник: Министерство финансов

ВРП и ВВП на душу населения, тыс. руб.



Источник: Федеральная служба государственной статистики

Структура государственного долга региона



Источник: Министерство финансов

Воронежская область

Облигации

	Объем в обращении, млн руб.	Ставка купона, %	Дата погашения	Котировальный список ММВБ	Ломбардный список Банка России
Воронежская область-2	500	12	18 июн. 2009 г.	A2	–
Воронежская область-3	500	10.25	27 июн. 2011 г.	внесписочный	–
Воронежская область-4	1000	10	25 июн. 2012 г.	внесписочный	–

Источник: CBonds

Обзор кредитного качества заемщика

В экономике Воронежской области доминируют машиностроение, электроэнергетика, сельское хозяйство и пищевая промышленность. Два последних сектора уже в течение нескольких лет оказывают положительное влияние на кредитоспособность региона, тогда как машиностроение начало восстанавливаться совсем недавно. Тем не менее, общий уровень благосостояния населения Воронежской области остается низким.

Индикаторы бюджетной политики региона*

Отношение дефицита бюджета к объему собственных доходов	н/д
Отношение текущих расходов бюджета к доходам	84.0%
Отношение капитальных расходов к общим расходам бюджета	11.4%
Долг к доходам бюджета (без учета финансовой помощи из центра)	12.2%
Расходы на обслуживание долга к общим расходам бюджета региона	0.8%
Доля трансфертов в собственных доходах бюджета	36.3%
Исполнение бюджета по налоговым доходам от первоначально утвержденного значения	115.0%

* Данные по состоянию на первое января 2008 г.

Источник: Министерство финансов

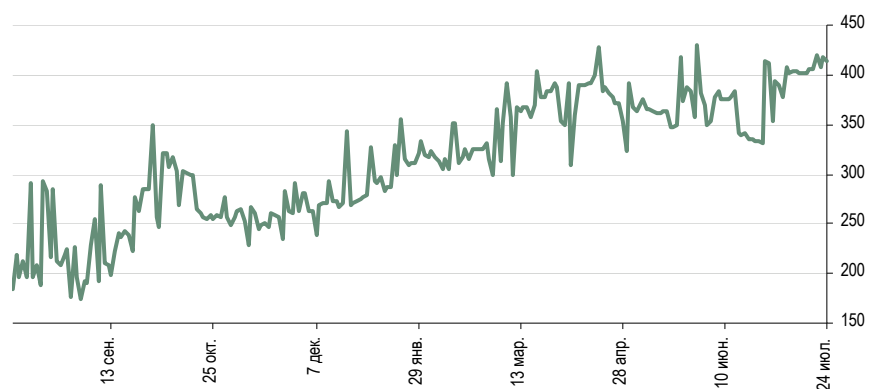
Макроэкономические показатели региона**

Население, тыс. чел.	2279
ВРП, млрд руб.	200.0
Доходы бюджета, млрд руб.	30.2
Кредитный рейтинг (S&P/Moody's/Fitch)	–
Долг, млрд руб.	2.3
Губернатор	Владимир Кулаков
Партийная принадлежность	Единая Россия
Срок окончания полномочий	Март 2009 г.

** Данные по состоянию на первое января 2008 г. или за 2007 г. Объем долга представлен на первое июня 2008 г.

Источники: ЦИК, Министерство финансов, Федеральная служба государственной статистики, оценка Ренессанс Капитала

Спрэд доходности облигаций Воронежская область-3 к кривой ОФЗ, б. п.



Источник: ММВБ

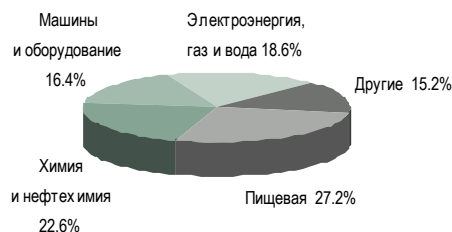
Сильные стороны

- Высокий уровень диверсификации экономики, ориентированной на внутренний спрос.
- Почва в Воронежской области очень плодородная (чернозем), что обуславливает высокие темпы развития сельского хозяйства и пищевой промышленности.
- Высокоразвитая транспортная инфраструктура.
- Умеренный уровень долга.
- Низкая стоимость обслуживания существующего долга.
- Умеренно консервативная финансовая политика.

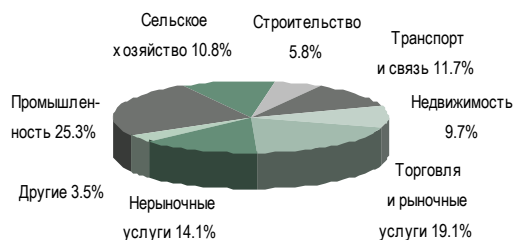
Слабые стороны

- Низкий уровень благосостояния населения.
- Зависимость от федеральных трансфертов.
- Неопределенное будущее Воронежского авиастроительного объединения (крупнейшего работодателя в области) может привести к резкому росту социальных издержек в случае массовых сокращений сотрудников предприятия.

Структура промышленного производства, 2006 г.

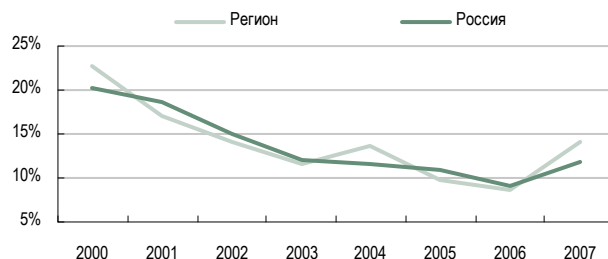


Структура ВРП, 2006 г.



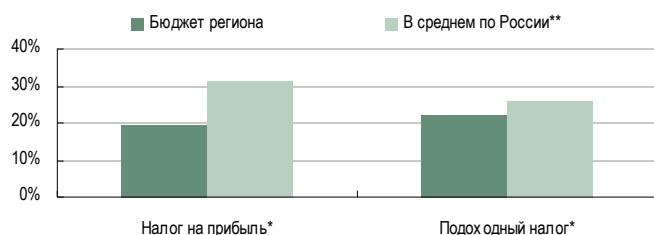
Источник: Федеральная служба государственной статистики

Инфляция



Источник: Федеральная служба государственной статистики

Структура бюджета региона

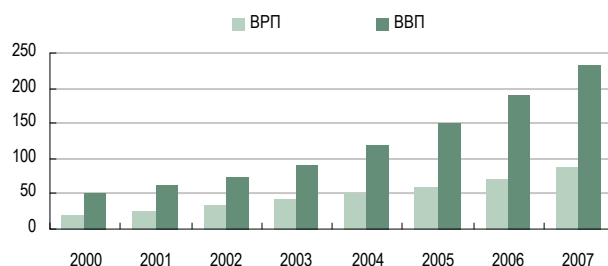


* % к доходам бюджета.

** Сумма сборов по налогу к сумме доходов региональных бюджетов.

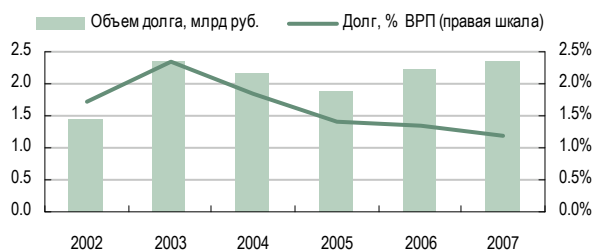
Источник: Министерство финансов

ВРП и ВВП на душу населения, тыс. руб.



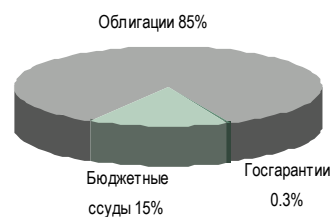
Источник: Федеральная служба государственной статистики

Государственный долг региона



Источник: Министерство финансов

Структура государственного долга региона



Источник: Министерство финансов

Иркутская область

Облигации

	Объем в обращении, млн руб.	Ставка купона, %	Дата погашения	Котировальный список ММВБ	Ломбардный список Банка России
Иркутская область 31-1	1500	9.0	17 дек. 2009 г.	внесписочный	+
Иркутская область 31-2	900	7.5	23 окт. 2008 г.	внесписочный	—
Иркутская область 31-3	3000	7.3	24 ноя. 2010 г.	внесписочный	+
Иркутская область 31-4	1200	8.0	26 май. 2010 г.	внесписочный	+
Иркутская область 31-5	2200	8.7	26 окт. 2011 г.	внесписочный	+
Иркутская область 31-6	3800	9.2	22 ноя. 2012 г.	внесписочный	+

Источник: CBonds

Обзор кредитного качества заемщика

Экономика области характеризуется высокой степенью диверсификации, но при этом уровень жизни и развитие инфраструктуры намного ниже среднего по России. Высокий потенциал развития отраслей, связанных с природными ресурсами (лес, уголь, нефть, газ и золото). Объем задолженности умеренный, бюджетная политика сбалансирована. Важнейшей отраслью региона является цветная металлургия.

Индикаторы бюджетной политики региона*

Отношение дефицита бюджета к объему собственных доходов	9.40%
Отношение текущих расходов бюджета к доходам	96.16%
Отношение капитальных расходов к общим расходам бюджета	5.15%
Долг к доходам бюджета (без учета финансовой помощи из центра)	30.68%
Расходы на обслуживание долга к общим расходам бюджета региона	1.24%
Доля трансфертов в собственных доходах бюджета	26.28%
Исполнение бюджета по налоговым доходам от первоначально утвержденного значения	116.58%

* Данные по состоянию на первое января 2008 г.

Источник: Министерство финансов

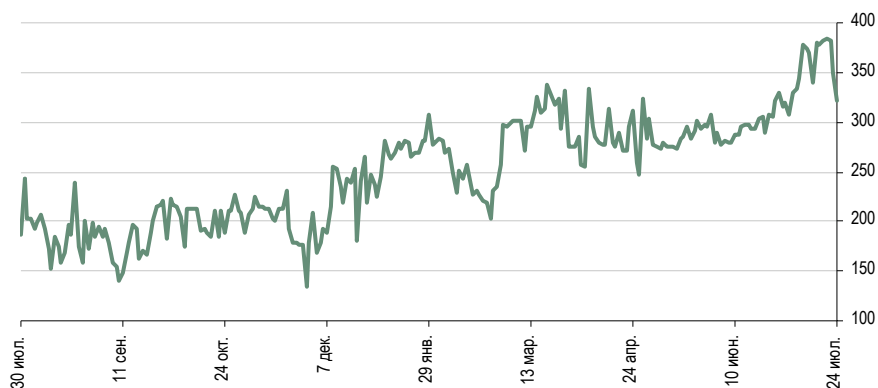
Макроэкономические показатели региона**

Население, тыс. чел.	2508
ВРП, млрд руб.	397.0
Доходы бюджета, млрд руб.	44.6
Кредитный рейтинг (S&P/Moody's/Fitch)	B+/— / —
Долг, млрд руб.	9.8
Губернатор	Игорь Есиповский
Партийная принадлежность	Единая Россия
Срок окончания полномочий	Январь 2009 г.

** Данные по состоянию на первое января 2008 г. или за 2007 г. Объем долга представлен на первое июня 2008 г.

Источники: ЦИК, Министерство финансов, Федеральная служба государственной статистики, оценка Ренессанс Капитала

Спрэд доходности облигаций Иркутская область 31-3 к кривой ОФЗ, б. п.



Источник: ММВБ

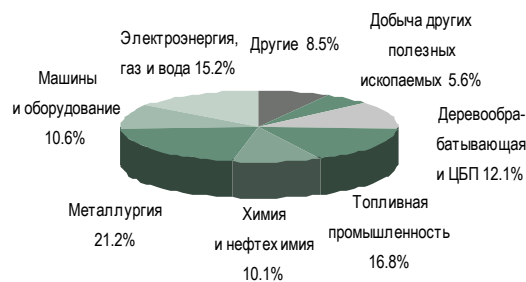
Сильные стороны

- Высокая диверсификация экономики; ведущие отрасли – цветная металлургия и лесная и целлюлозно-бумажная промышленность.
- Низкая концентрация налоговых платежей: пять крупнейших налогоплательщиков обеспечивают всего 10% доходов областного бюджета.
- Умеренный уровень федеральных трансфертов.
- Относительно высокий темп роста ВРП региона.
- Богатая минерально-сырьевая база должна обеспечить существенный приток инвестиций в экономику области.
- Финансовое управление на относительно высоком уровне.

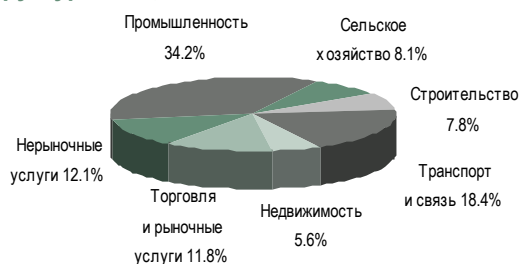
Слабые стороны

- Уровень долга увеличивался в последнее время.
- Политические риски связаны с недавним отстранением от должности губернатора; временно исполняющий обязанности главы региона, скорее всего, будет заменен в ближайшее время.
- Уровень жизни в регионе ниже общероссийского.
- Высокий уровень безработицы (8% в 2007 г.).
- Удаленное географическое положение Иркутской области обуславливает необходимость существенных инвестиций в инфраструктуру, финансируемых за счет областного бюджета. Однако, ожидается, что область получит поддержку за счет средств Фонда содействия реформированию ЖКХ (4-6 млрд руб.)

Структура промышленного производства, 2006 г.

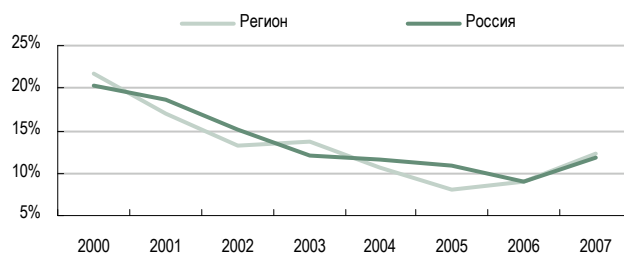


Структура ВРП, 2006 г.



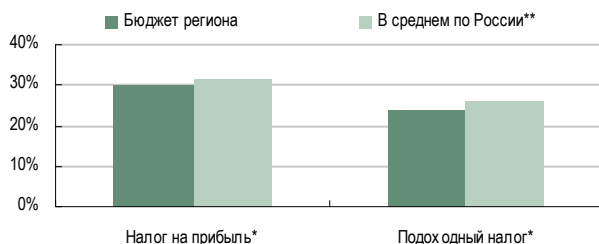
Источник: Федеральная служба государственной статистики

Инфляция



Источник: Федеральная служба государственной статистики

Структура бюджета региона

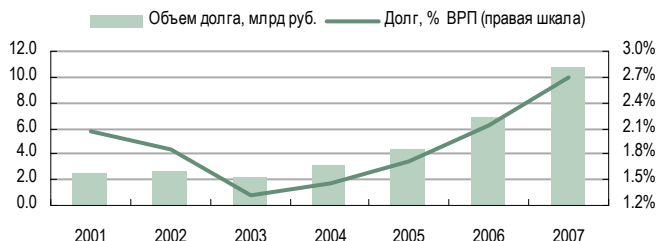


* % к доходам бюджета.

** Сумма сборов по налогу к сумме доходов региональных бюджетов.

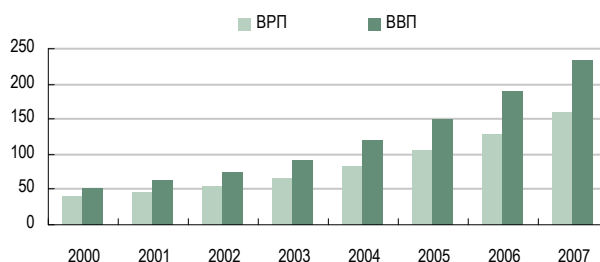
Источник: Министерство финансов

Государственный долг региона



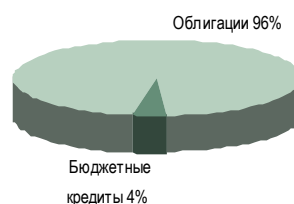
Источник: Министерство финансов

ВРП и ВВП на душу населения, тыс. руб.



Источник: Федеральная служба государственной статистики

Структура государственного долга региона



Источник: Министерство финансов

Казань

Облигации

	Объем в обращении, млрд руб.	Ставка купона, %	Дата погашения	Котировальный список ММВБ	Ломбардный список Банка России
Казань-7	1500	9.18	23 дек. 2008 г.	внесписочный	—
Казань-6	2300	8.00	29 авг. 2009 г.	A1	—

Источник: CBonds

Обзор кредитного качества заемщика

Казань – единственное муниципальное образование, рассматриваемое в настоящем отчете, и мы включили его в наш анализ по двум причинам. Во-первых, долговые обязательства этого города приобрели большую популярность среди инвесторов и являются активно торгуемыми бумагами в данной группе инструментов. Во-вторых, будучи столицей Татарстана, Казань фактически выступает представителем данного региона (возможно, это единственный случай, когда можно с уверенностью вести речь о поддержке со стороны региональной администрации).

Индикаторы бюджетной политики города*

Отношение дефицита бюджета к объему собственных доходов	40.3%
Отношение текущих расходов бюджета к доходам	н/д
Отношение капитальных расходов к общим расходам бюджета	н/д
Долг к доходам бюджета (без учета финансовой помощи из центра)	47.1%
Расходы на обслуживание долга к общим расходам бюджета региона	2.0%
Доля трансфертов в собственных доходах бюджета	46.1%
Исполнение бюджета по налоговым доходам от первоначально утвержденного значения	н/д

* Данные по состоянию на первое января 2008 г.

Источники: администрация Казани, оценка Ренессанс Капитала

Макроэкономические показатели города**

Население, тыс. чел.	1116
ВТП, млрд руб.	202.0
Доходы бюджета, млрд руб.	14.8
Кредитный рейтинг (S&P/Moody's/Fitch)	—
Долг, млрд руб.	6.9
Губернатор	Ильсур Метшин
Партийная принадлежность	Единая Россия
Срок окончания полномочий	Март 2011 г.

** Данные по состоянию на первое января 2008 г. или за 2007 г. Данные по населению представлены на первое января 2007 г., объем долга – на первое января 2008 г.

Источники: ЦИК, Администрация Казани, Федеральная служба государственной статистики, оценка Ренессанс Капитала

Спрэд доходности облигаций Казань-6 к кривой ОФЗ, б. п.



Источник: ММВБ

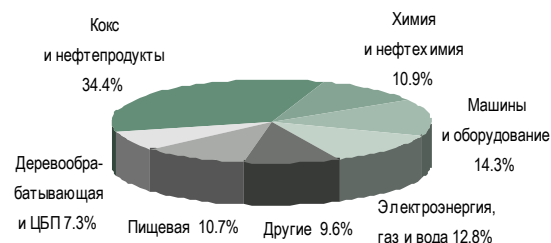
Сильные стороны

- В целом экономическая ситуация благоприятна, в основном на фоне притока инвестиций (в том числе в связи с празднованием тысячелетия Казани в 2006 г.). Средства продолжают поступать в связи с победой города за право принять летнюю Универсиаду в 2013 г.
- Относительно высокие темпы роста ВРП.
- Поддержка со стороны регионального правительства, которое полностью контролирует ситуацию в Казани. Возможно, данный случай – единственный, когда наше доверие к кредитоспособности эмитента основано на внешней поддержке.
- Достаточно эффективное финансовое управление.

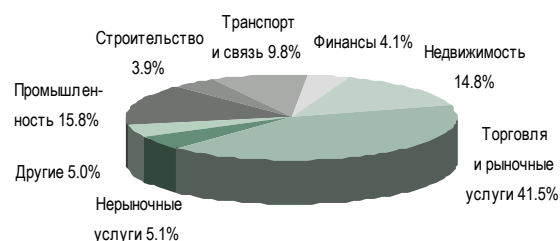
Слабые стороны

- Высокий уровень долга
- Муниципальные образования еще более ограничены в источниках финансирования, чем региональные.
- Зависимость от перерабатывающей промышленности, которая может оказаться под давлением в результате укрепления рубля.
- Агрессивная инвестиционная программа.

Структура промышленного производства, 2006 г.

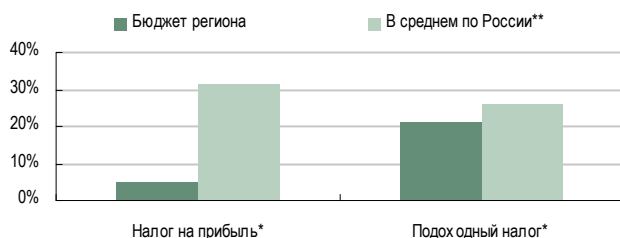


Структура ВРП, 2006 г.



Источник: Федеральная служба государственной статистики

Структура бюджета города

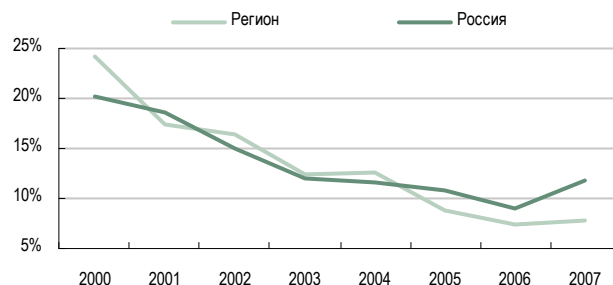


* % к доходам бюджета.

** Сумма сборов по налогу к сумме доходов региональных бюджетов.

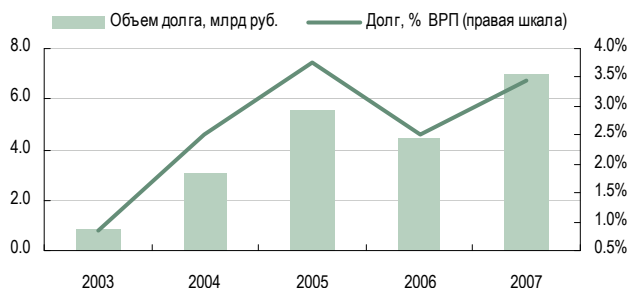
Источник: Министерство финансов

Инфляция



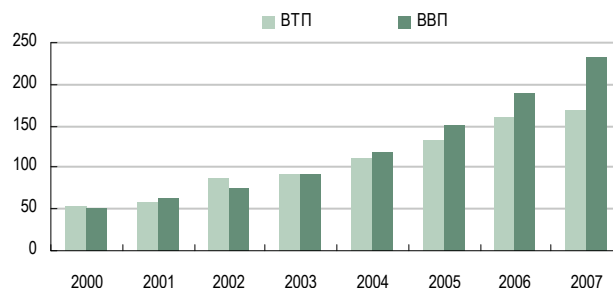
Источник: Федеральная служба государственной статистики

Государственный долг региона



Источник: Министерство финансов

ВТП и ВВП на душу населения, тыс. руб.



Источник: Федеральная служба государственной статистики

Калужская область

Облигации

	Объем в обращении, млн руб.	Ставка купона, %	Дата погашения	Котировальный список ММВБ	Ломбардный список Банка России
Калужская область-3	1000	9.35	29 ноя. 2012 г.	внесписочный	–
Калужская область-4	1500	10.31	26 июн. 2013 г.	внесписочный	–

Источник: CBonds

Обзор кредитного качества заемщика

Экономика региона хорошо диверсифицирована; более 30% доходов обеспечивает промышленное производство – главным образом машиностроение, металлургия, пищевая промышленность, производство электрооборудования, а также сельское хозяйство. Привлекательность региона для иностранных инвесторов подтверждает приток средств из-за рубежа: в настоящее время в Калужской области реализуется ряд крупных проектов, среди них строительство автозавода Volkswagen и завода по сборке грузовиков Volvo.

Индикаторы бюджетной политики региона*

Отношение дефицита бюджета к объему собственных доходов	5.1%
Отношение текущих расходов бюджета к доходам	87.7%
Отношение капитальных расходов к общим расходам бюджета	9.3%
Долг к доходам бюджета (без учета финансовой помощи из центра)	33.7%
Расходы на обслуживание долга к общим расходам бюджета региона	1.4%
Доля трансфертов в собственных доходах бюджета	37.5%
Исполнение бюджета по налоговым доходам от первоначально утвержденного значения	102.5%

* Данные по состоянию на первое января 2008 г.

Источник: Министерство финансов

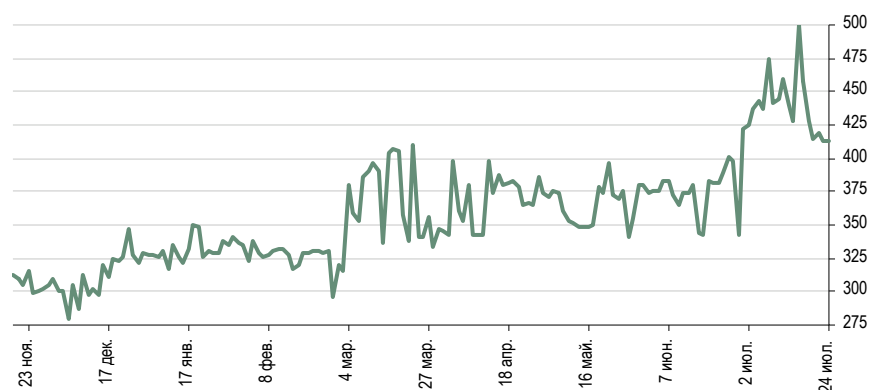
Макроэкономические показатели региона**

Население, тыс. чел.	1005
ВРП, млрд руб.	104.0
Доходы бюджета, млрд руб.	18.3
Кредитный рейтинг (S&P/Moody's/Fitch)	–
Долг, млрд руб.	3.8
Губернатор	Анатолий Артамонов
Партийная принадлежность	Единая Россия
Срок окончания полномочий	Июль 2010 г.

** Данные по состоянию на первое января 2008 г. или за 2007 г. Объем долга представлен на первое июня 2008 г.

Источники: ЦИК, Министерство финансов, Федеральная служба государственной статистики, оценка Ренессанс Капитала

Спрэд доходности облигаций Калужская область-3 к кривой ОФЗ, б. п.



Источник: ММВБ

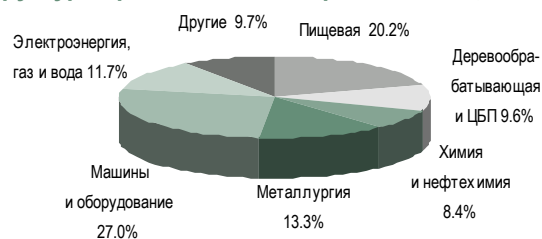
Сильные стороны

- Динамичный рост бюджетных доходов.
- Региональный бюджет соответствует требованиям бюджетного управления.
- Достаточно эффективный финансовый менеджмент.
- Стабильный рост ВРП, хорошо диверсифицированная структура экономики.
- Губернатор пользуется поддержкой федерального центра, благодаря чему региону проще привлекать инвестиционные проекты.
- Растущий приток инвестиций.
- Высокий уровень жизни.

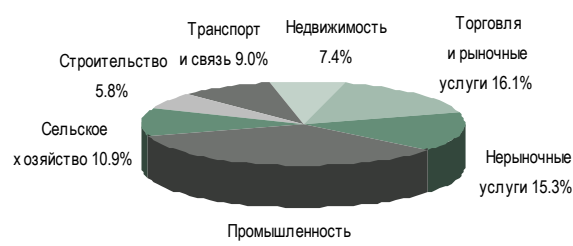
Слабые стороны

- Существенная зависимость от обрабатывающей промышленности, которая может оказаться под давлением в случае укрепления рубля.
- Отсутствие кредитных рейтингов; агентство S&P отозвало ранее присвоенный области рейтинг по долгосрочным обязательствам в иностранной валюте.
- Относительно низколиквидные облигации.
- Высокий уровень долга и значительная зависимость от федеральных трансфертов.

Структура промышленного производства, 2006 г.

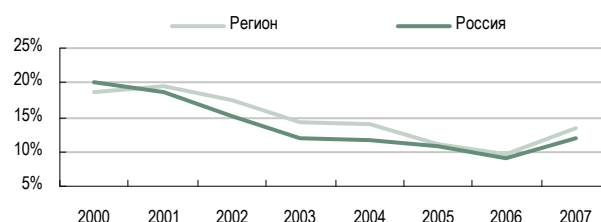


Структура ВРП, 2006 г.



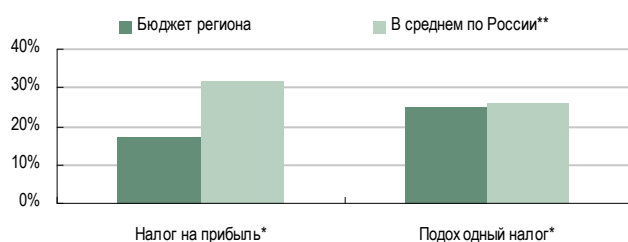
Источник: Федеральная служба государственной статистики

Инфляция



Источник: Федеральная служба государственной статистики

Структура бюджета региона

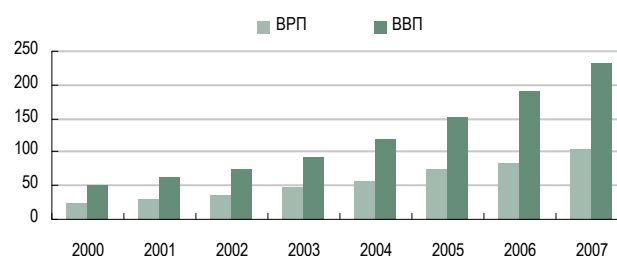


* % к доходам бюджета.

** Сумма сборов по налогу к сумме доходов региональных бюджетов.

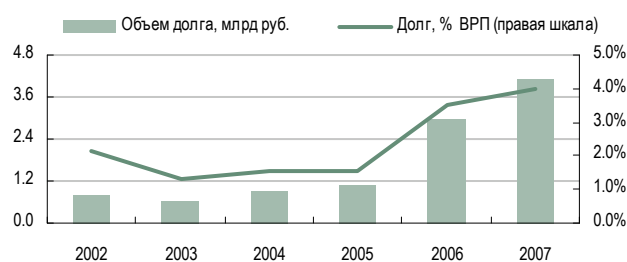
Источник: Министерство финансов

ВРП и ВВП на душу населения, тыс. руб.



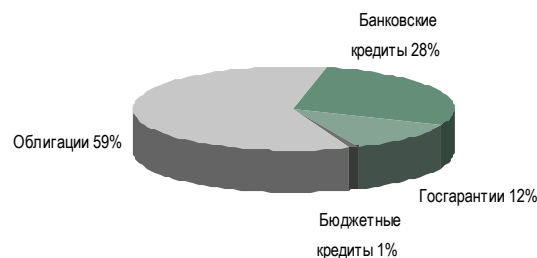
Источник: Федеральная служба государственной статистики

Государственный долг региона



Источник: Министерство финансов

Структура государственного долга региона



Источник: Министерство финансов

Костромская область

Облигации

Выпуск	Объем в обращении, млн руб.	Ставка купона, %	Дата погашения	Котировальный список ММВБ	Ломбардный список Банка России
Костромская область-5	3000	8.5	20 дек. 2012 г.	внебирочный	—

Источник: CBonds

Обзор кредитного качества заемщика

Костромская область – один из более бедных регионов центральной части России; основу ее экономики формируют сельское хозяйство и промышленное производство, не прошедшее реструктуризацию. Область имеет высокий объем долга и значительную долю трансфертов в собственных доходах бюджета.

Индикаторы бюджетной политики региона*

Отношение дефицита бюджета к объему собственных доходов	12.81%
Отношение текущих расходов бюджета к доходам	100.0%
Отношение капитальных расходов к общим расходам бюджета	5.5%
Долг к доходам бюджета (без учета финансовой помощи из центра)	65.1%
Расходы на обслуживание долга к общим расходам бюджета региона	2.8%
Доля трансфертов в собственных доходах бюджета	39.0%
Исполнение бюджета по налоговым доходам от первоначально утвержденного значения	110.0%

* Данные по состоянию на первое января 2008 г.

Источник: Министерство финансов

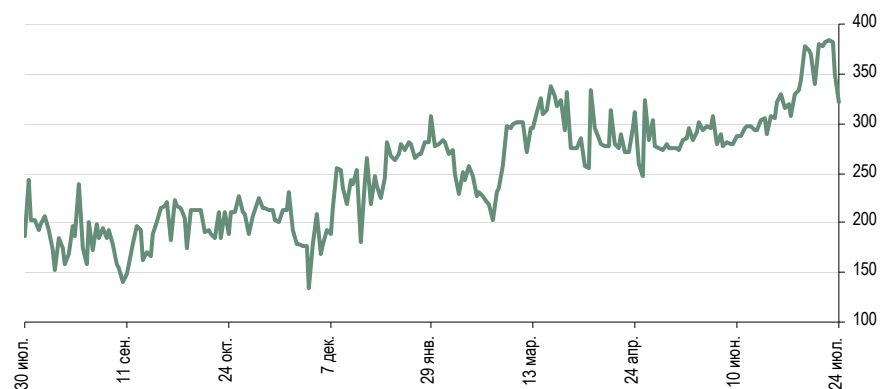
Макроэкономические показатели региона**

Население, тыс. чел.	697
ВРП, млрд руб.	65.0
Доходы бюджета, млрд руб.	10.5
Кредитный рейтинг (S&P/Moody's/Fitch)	—
Долг, млрд руб.	3.1
Губернатор	Игорь Слюняев
Партийная принадлежность	Единая Россия
Срок окончания полномочий	Октябрь 2012 г.

** Данные по состоянию на первое января 2008 г. или за 2007 г. Объем долга представлен на первое июня 2008 г.

Источники: ЦИК, Министерство финансов, Федеральная служба государственной статистики, оценка Ренессанс Капитала

Спрэд доходности облигаций Костромская область-5 к кривой ОФЗ, б. п.



Источник: ММВБ

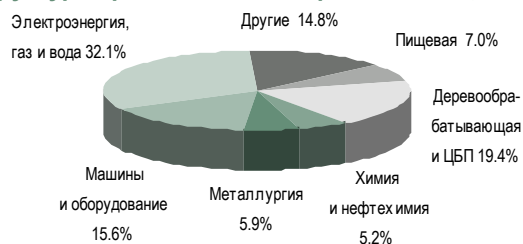
Сильные стороны

- Низкая чувствительность к ценам на сырьевые товары.
- Умеренный экономический рост.

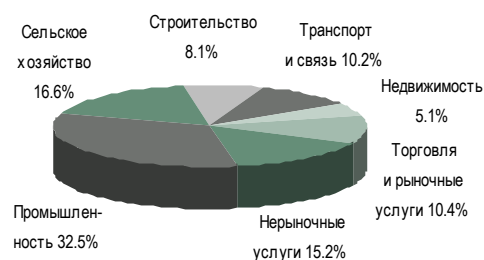
Слабые стороны

- Существенно более низкий уровень жизни по сравнению со средним показателем по России, что связано с высокой концентрацией населения в сельских районах.
- Высокие транспортные расходы и социальная инфраструктура оказывают сильное давление на региональный бюджет.
- Близость к нестабильным регионам Кавказа, что создает риск притока беженцев – в этом случае бюджет области может сильно пострадать в связи с низкой вероятностью поддержки со стороны федерального центра.
- Высокий уровень долга и большая доля трансфертов в собственных доходах бюджета.

Структура промышленного производства, 2006 г.

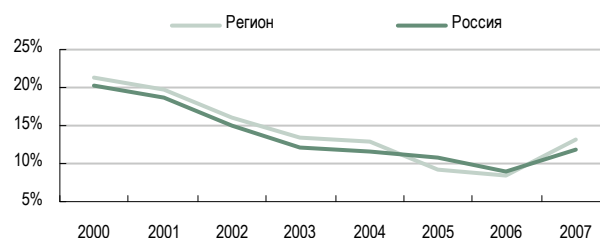


Структура ВРП, 2006 г.



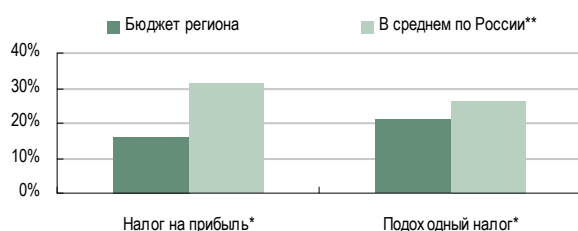
Источник: Федеральная служба государственной статистики

Инфляция



Источник: Федеральная служба государственной статистики

Структура бюджета региона

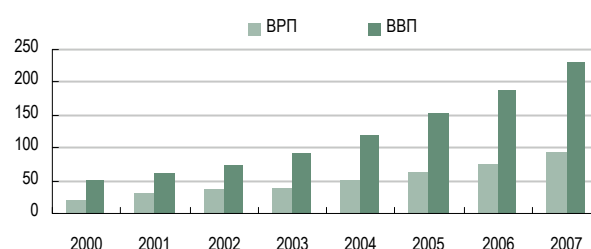


* % к доходам бюджета.

** Сумма сборов по налогу к сумме доходов региональных бюджетов.

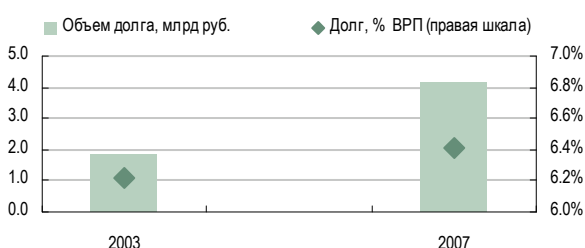
Источник: Министерство финансов

ВРП и ВВП на душу населения, тыс. руб.



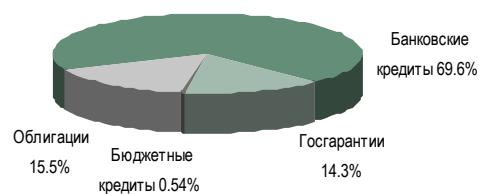
Источник: Федеральная служба государственной статистики

Государственный долг региона



Источник: Министерство финансов

Структура государственного долга региона



Источник: Министерство финансов

Краснодарский край

Облигации

Выпуск	Объем в обращении, млн руб.	Ставка купона, %	Дата погашения	Котировальный список ММВБ	Ломбардный список Банка России
Краснодарский край-2	1500	8.0	14 дек. 2012 г.	A1	+

Источник: CBonds

Обзор кредитного качества заемщика

Краснодарский край является одним из наиболее динамично развивающихся регионов на юге России. Благодаря географическому положению, климатическим условиям и политике руководства иностранные инвестиции в экономику края растут. Кроме того, в регионе диверсифицированная экономика, которая сможет обеспечить финансовую устойчивость даже в случае системного фискального кризиса. Регион получает финансовую поддержку для развития пяти рекреационно-туристических зон на морском побережье. Тем не менее, Краснодарский край по-прежнему находится в зависимости от трансфертов из федерального центра, а темпы роста экономики и уровень жизни населения отстают от общероссийских показателей. Ситуация, однако, должна улучшиться благодаря инвестициям федерального правительства в рамках подготовки к зимней Олимпиаде-2014 в Сочи.

Индикаторы бюджетной политики региона*

Отношение дефицита бюджета к объему собственных доходов	н/д
Отношение текущих расходов бюджета к доходам	87.7%
Отношение капитальных расходов к общим расходам бюджета	19.7%
Долг к доходам бюджета (без учета финансовой помощи из центра)	5.0%
Расходы на обслуживание долга к общим расходам бюджета региона	0.1%
Доля трансфертов в собственных доходах бюджета	19.5%
Исполнение бюджета по налоговым доходам от первоначально утвержденного значения	132.0%

* Данные по состоянию на первое января 2008 г.

Источник: Министерство финансов

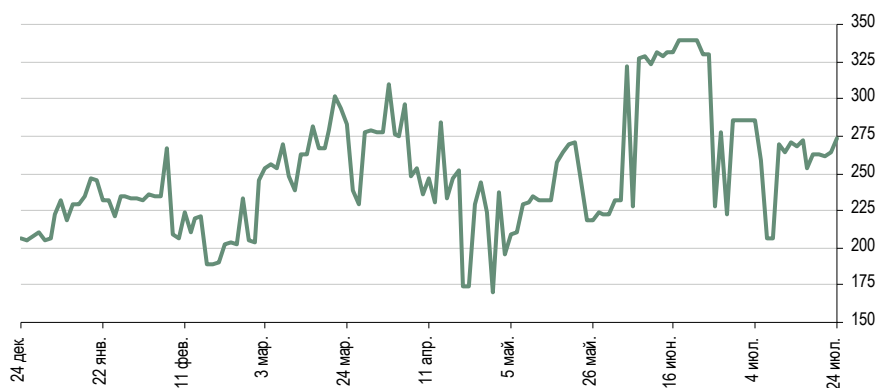
Макроэкономические показатели региона**

Население, тыс. чел.	5120
ВРП, млрд руб.	572.0
Доходы бюджета, млрд руб.	74.3
Кредитный рейтинг (S&P/Moody's/Fitch)	BB-/ – /BB
Долг, млрд руб.	2.9
Губернатор	Александр Ткачев
Партийная принадлежность	Единая Россия
Срок окончания полномочий	Апрель 2012 г.

** Данные по состоянию на первое января 2008 г. или за 2007 г. Объем долга представлен на первое июня 2008 г.

Источники: ЦИК, Министерство финансов, Федеральная служба государственной статистики, оценка Ренессанс Капитала

Спрэд доходности облигаций Краснодарский край-2 к кривой ОФЗ, б. п.



Источник: ММВБ

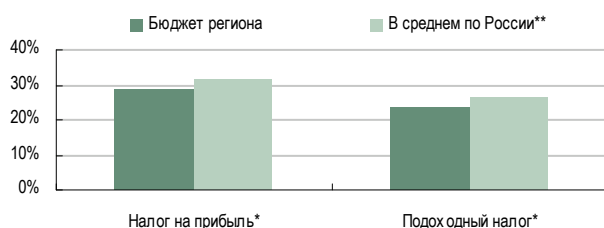
Сильные стороны

- Диверсифицированная экономика края продолжит расти быстрыми темпами; основной движущей силой будет федеральная программа подготовки к проведению зимней Олимпиады в 2014 г.
- Экономика края составляет почти треть экономики Южного федерального округа.
- На долю сельского хозяйства, строительства и сферы услуг приходится две трети экономики региона, что снижает зависимость налоговых поступлений от внешней конъюнктуры.
- Краснодарский край – четвертый регион в России по численности населения, что обеспечивает высокую долю подоходного налога в доходах краевого бюджета.
- Торговые порты края обеспечивают 40% общего грузооборота морских портов России.
- Популярность губернатора и его хорошие отношения с федеральным центром позволяют успешно проводить экономические реформы.
- Низкая долговая нагрузка (5% от доходов бюджета).

Слабые стороны

- Уровень жизни населения ощутимо ниже общероссийского, так как большая часть жителей проживает в сельской местности.
- Высокая стоимость развития транспортной и курортной инфраструктуры обуславливает большую нагрузку на краевой бюджет. Однако ожидается, что федеральное правительство предоставит финансовую поддержку.
- Краснодарский край граничит с потенциально нестабильными регионами Кавказа. В случае обострения ситуации возможен приток беженцев и резкое увеличение нагрузки на краевой бюджет.

Структура бюджета региона

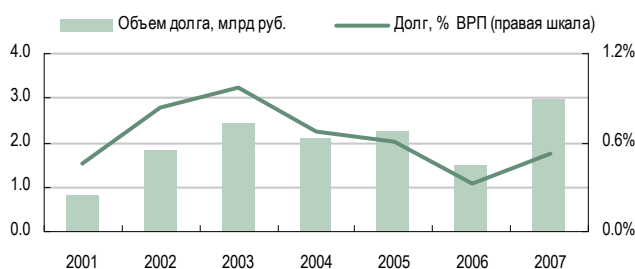


* % к доходам бюджета.

** Сумма сборов по налогу к сумме доходов региональных бюджетов.

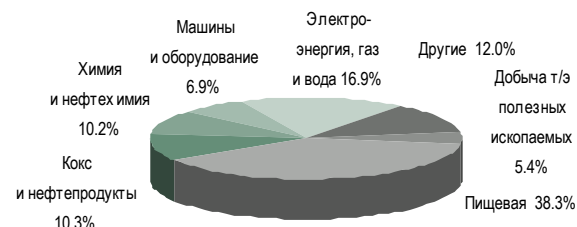
Источник: Министерство финансов

Государственный долг региона

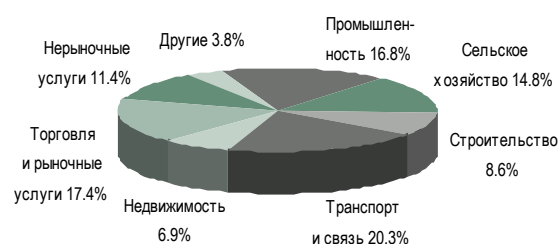


Источник: Министерство финансов

Структура промышленного производства, 2006 г.

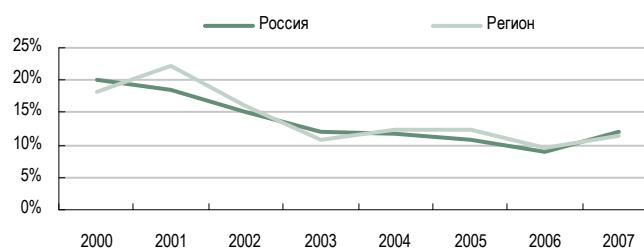


Структура ВРП, 2006 г.



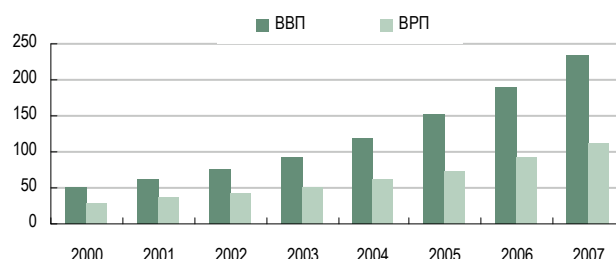
Источник: Федеральная служба государственной статистики

Инфляция



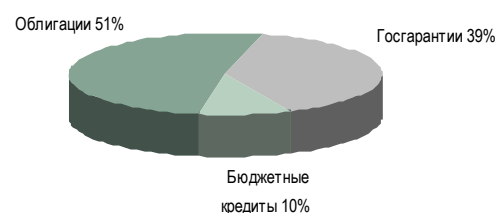
Источник: Федеральная служба государственной статистики

ВРП и ВВП на душу населения, тыс. руб.



Источник: Федеральная служба государственной статистики

Структура государственного долга региона



Источник: Министерство финансов

Красноярский край

Облигации

Выпуск	Объем в обращении, млн руб.	Ставка купона, %	Дата погашения	Котировальный список ММВБ	Ломбардный список Банка России
Красноярский край-3	3000	6	1 окт. 2008 г.	A1	+

Источник: CBonds

Обзор кредитного качества заемщика

Красноярский край – один из крупнейших регионов России; в регионе производится более четверти ВРП всего Сибирского федерального округа. В Красноярском крае высоко развита промышленность, доминирующая отрасль – цветная металлургия. Основная проблема заключается в низком уровне развития инфраструктуры.

Индикаторы бюджетной политики региона**

Отношение дефицита бюджета к объему собственных доходов	н/д
Отношение текущих расходов бюджета к доходам	75.8%
Отношение капитальных расходов к общим расходам бюджета	5.6%
Долг к доходам бюджета (без учета финансовой помощи из центра)	2.0%
Расходы на обслуживание долга к общим расходам бюджета региона	0.3%
Доля трансфертов в собственных доходах бюджета	22.4%
Исполнение бюджета по налоговым доходам от первоначально утвержденного значения	131.2%

* Данные по состоянию на первое января 2008 г.

Источник: Министерство финансов

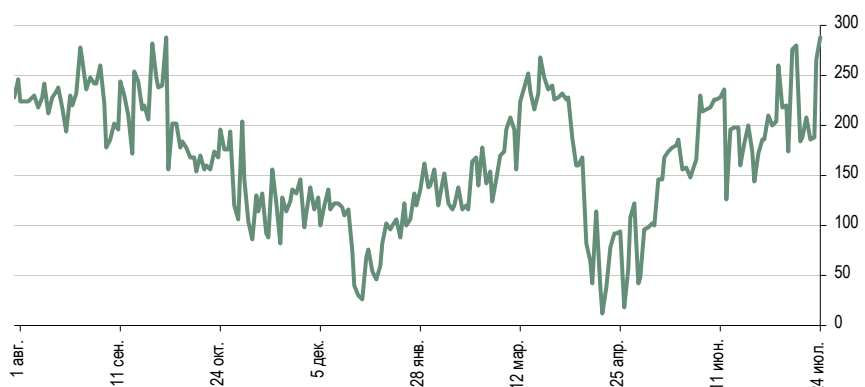
Макроэкономические показатели региона**

Население, тыс. чел.	2890
ВРП, млрд руб.	719.0
Доходы бюджета, млрд руб.	103.7
Кредитный рейтинг (S&P/Moody's/Fitch)	BB+/ – /BB
Долг, млрд руб.	1.6
Губернатор	Александр Хлопонин
Партийная принадлежность	Единая Россия
Срок окончания полномочий	Июнь 2012 г.

** Данные по состоянию на первое января 2008 г. или за 2007 г. Объем долга представлен на первое июня 2008 г.

Источники: ЦИК, Министерство финансов, Федеральная служба государственной статистики, оценка Ренессанс Капитала

Спрэд доходности облигаций Красноярский край-3 к кривой ОФЗ, б. п.



Источник: ММВБ

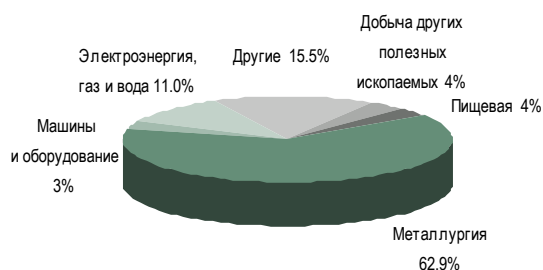
Сильные стороны

- Низкий уровень долга (2.0% доходов бюджета).
- Красноярский край – один из лидеров экспорта цветных металлов.
- Край является регионом – донором федерального бюджета.
- Относительно высокий уровень жизни населения обеспечивает значительную долю доходов краевого бюджета от подоходного налога.
- Высокий профессиональный уровень краевой администрации.
- Объединение края с Эвенкийским и Таймырским (Долгано-Ненецким) округами дает политическую (а возможно, и финансовую) поддержку со стороны федерального центра.

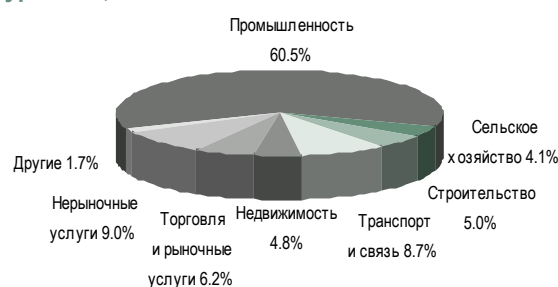
Слабые стороны

- Темпы роста ВРП отстают от общероссийского показателя.
- Удаленное географическое положение и размеры края обуславливают высокие потребности в инвестициях в инфраструктуру за счет краевого бюджета.
- Объединение с дотационными Эвенкийским и Таймырским (Долгано-Ненецким) автономными округами усилит нагрузку на краевой бюджет, несмотря на предусмотренную федеральную поддержку.
- Высокая концентрация добывающей промышленности и металлургии предполагает высокую чувствительность к волатильности цен на металлы на мировых рынках.

Структура промышленного производства, 2006 г.

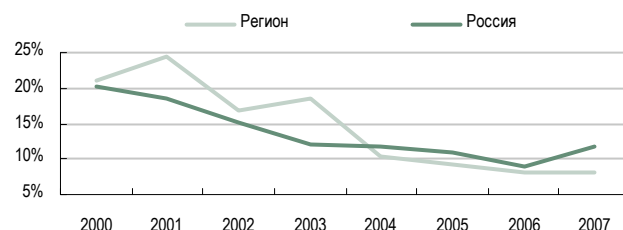


Структура ВРП, 2006 г.



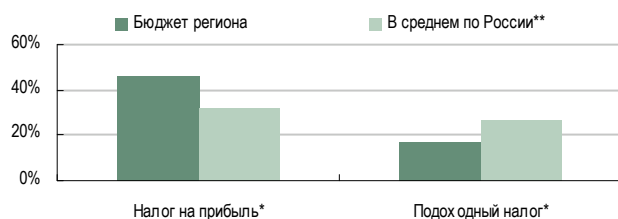
Источник: Федеральная служба государственной статистики

Инфляция



Источник: Федеральная служба государственной статистики

Структура бюджета региона

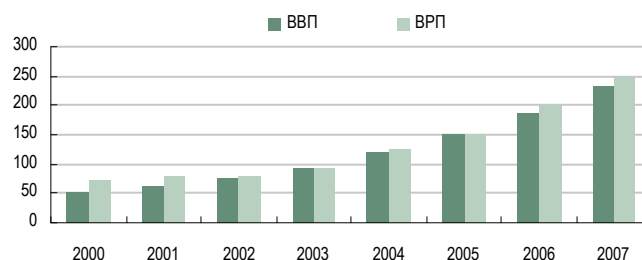


* % к доходам бюджета.

** Сумма сборов по налогу к сумме доходов региональных бюджетов.

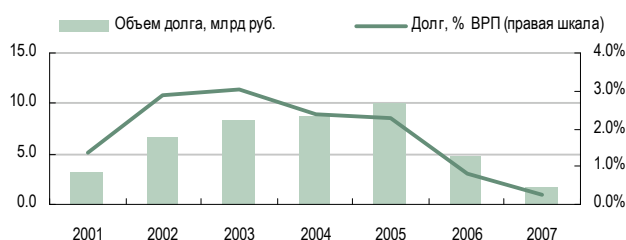
Источник: Министерство финансов

ВРП и ВВП на душу населения, тыс. руб.



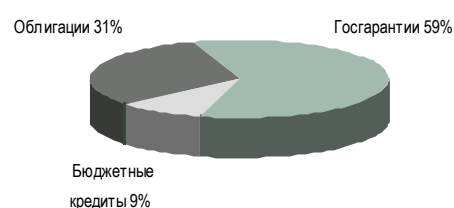
Источник: Федеральная служба государственной статистики

Государственный долг региона



Источник: Министерство финансов

Структура государственного долга региона



Источник: Министерство финансов

Ленинградская область

Облигации

	Объем в обращении, млрд руб.	Ставка купона, %	Дата погашения	Котировальный список ММВБ	Ломбардный список Банка России
Ленинградская область-2	800	14.01	8 дек. 2010 г.	A2	–
Ленинградская область-3	1300	12.50	5 дек. 2014 г.	A1	+

Источник: CBonds

Обзор кредитного качества заемщика

Ленинградская область – один из наиболее динамично развивающихся регионов России. Благодаря географическому положению и мерам по стимулированию экономики иностранные инвестиции в область растут быстрыми темпами. Тем не менее, сомнительная кредитная история и агрессивная финансовая политика отрицательно влияют на кредитное качество области.

Индикаторы бюджетной политики региона*

Отношение дефицита бюджета к объему собственных доходов	н/д
Отношение текущих расходов бюджета к доходам	84.9%
Отношение капитальных расходов к общим расходам бюджета	7.4%
Долг к доходам бюджета (без учета финансовой помощи из центра)	16.2%
Расходы на обслуживание долга к общим расходам бюджета региона	0.8%
Доля трансфертов в собственных доходах бюджета	15.1%
Исполнение бюджета по налоговым доходам от первоначально утвержденного значения	117.0%

* Данные по состоянию на первое января 2008 г.

Источник: Министерство финансов

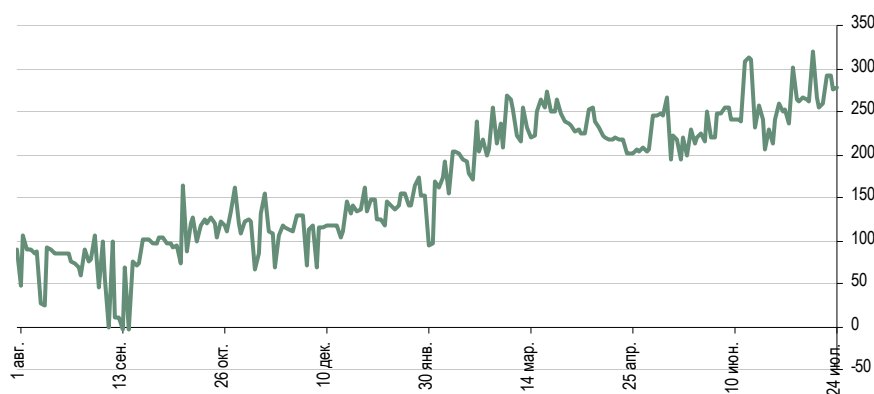
Макроэкономические показатели региона**

Население, тыс. чел.	1634
ВРП, млрд руб.	326.0
Доходы бюджета, млрд руб.	34.1
Кредитный рейтинг (S&P/Moody's/Fitch)	BB-/ – /BB
Долг, млрд руб.	5.0
Губернатор	Валерий Сердюков
Партийная принадлежность	Единая Россия
Срок окончания полномочий	Июль 2012 г.

** Данные по состоянию на первое января 2008 г. или за 2007 г. Объем долга представлен на первое июня 2008 г.

Источники: ЦИК, Министерство финансов, Федеральная служба государственной статистики, оценка Ренессанс Капитала

Спрэд доходности облигаций Ленинградская область-3 к кривой ОФЗ, б. п.



Источник: ММВБ

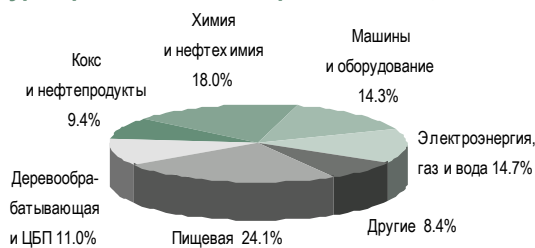
Сильные стороны

- Темпы роста ВРП опережают общероссийские.
- Значительный объем прямых иностранных инвестиций.
- Выгодное географическое положение, обеспечивающее приток инвестиций в транспортную инфраструктуру.
- Относительно невысокий уровень долга.
- Диверсифицированная экономика; основную роль играют нефтеперерабатывающая, табачная отрасль и машиностроение.
- Относительно высокий уровень благосостояния населения.

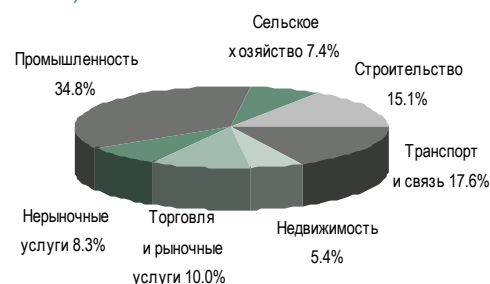
Слабые стороны

- Сомнительная кредитная история: в 1998 г. область объявила дефолт по внутренним облигациям и валютному синдицированному кредиту.
- Непроцентные расходы в течение последних лет растут быстрее общих расходов, в связи с чем возникают вопросы относительно качества финансового управления в регионе.

Структура промышленного производства, 2006 г.

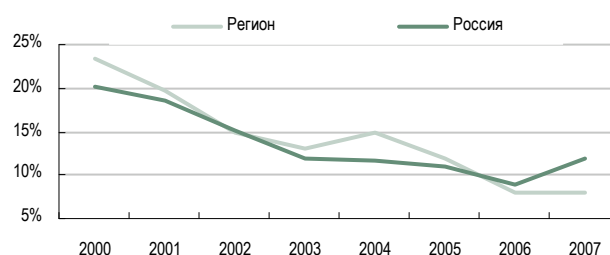


Структура ВРП, 2006 г.



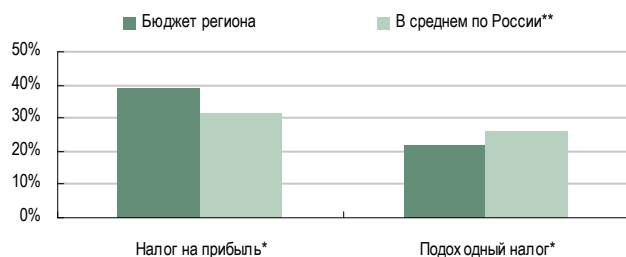
Источник: Федеральная служба государственной статистики

Инфляция



Источник: Федеральная служба государственной статистики

Структура бюджета региона

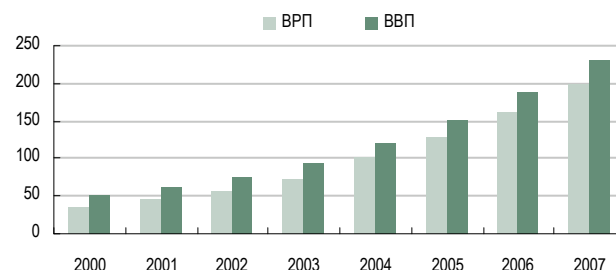


* % к доходам бюджета.

** Сумма сборов по налогу к сумме доходов региональных бюджетов.

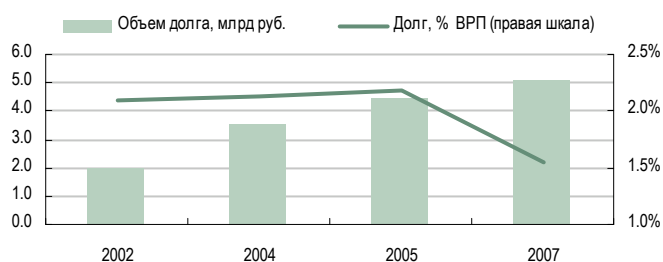
Источник: Министерство финансов

ВРП и ВВП на душу населения, тыс. руб.



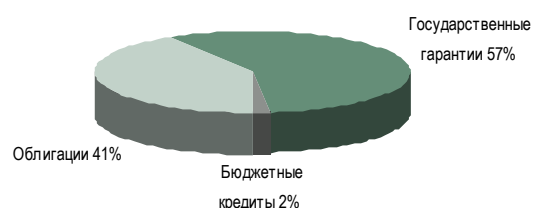
Источник: Федеральная служба государственной статистики

Государственный долг региона



Источник: Министерство финансов

Структура государственного долга региона



Источник: Министерство финансов

Липецкая область

Облигации

	Объем в обращении, млн руб.	Ставка купона, %	Дата погашения	Котировальный список ММВБ	Ломбардный список Банка России
Липецкая область-4	1500	7.95	19 июл. 2011 г.	внесписочный	–
Липецкая область-5	500	7.10	15 июл. 2010 г.	внесписочный	–
Липецкая область-6	1500	8.98	5 июн. 2013 г.	внесписочный	–

Источник: CBonds

Обзор кредитного качества заемщика

Экономика региона характеризуется высокой степенью диверсификации, наличием богатых природных ресурсов (в основном черных металлов), а также широкими возможностями развития сельского хозяйства. Уровень долга – умеренный, а бюджетная политика отличается сбалансированностью. Регион не получает дотаций из федерального бюджета и поэтому обладает большей финансовой свободой.

Индикаторы бюджетной политики региона*

Отношение дефицита бюджета к объему собственных доходов	6.1%
Отношение текущих расходов бюджета к доходам	97.9%
Отношение капитальных расходов к общим расходам бюджета	10.4%
Долг к доходам бюджета (без учета финансовой помощи из центра)	12.8%
Расходы на обслуживание долга к общим расходам бюджета региона	0.6%
Доля трансфертов в собственных доходах бюджета	14.5%
Исполнение бюджета по налоговым доходам от первоначально утвержденного значения	112.8%

* Данные по состоянию на первое января 2008 г.

Источник: Министерство финансов

Макроэкономические показатели региона**

Население, тыс. чел.	1169
ВРП, млрд руб.	230.0
Доходы бюджета, млрд руб.	23.1
Кредитный рейтинг (S&P/Moody's/Fitch)	– / – /BB-
Долг, млрд руб.	2.5
Губернатор	Олег Королев
Партийная принадлежность	Единая Россия
Срок окончания полномочий	Май 2010 г.

** Данные по состоянию на первое января 2008 г. или за 2007 г. Объем долга представлен на первое июня 2008 г.

Источники: ЦИК, Министерство финансов, Федеральная служба государственной статистики, оценка Ренессанс Капитала

Спрэд доходности облигаций Липецкая область-4 к кривой ОФЗ, б. п.



Источник: ММВБ

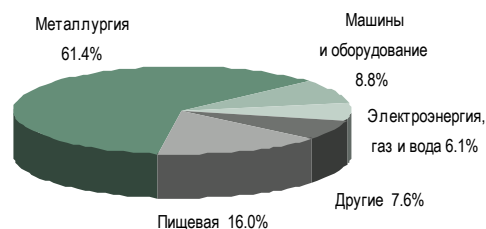
Сильные стороны

- Диверсификация экономики; преобладает пищевая промышленность и черная металлургия.
- Умеренный объем долга.
- Независимость от трансфертов Федерального фонда поддержки регионов.
- Высокий уровень доходов населения.
- Широкие возможности развития сельского хозяйства, обеспечивающие значительный потенциал роста.
- Достаточно эффективное финансовое управление.
- Высокие темпы экономического роста (8.2% в 2006 г.).

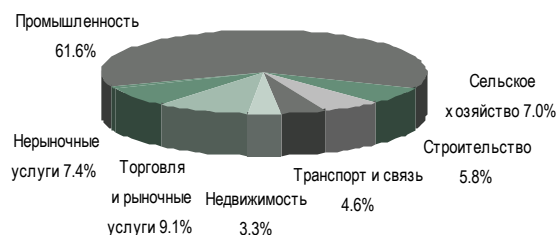
Слабые стороны

- Зависимость от черной металлургии (следовательно, от цен на сырьевые товары).
- Существенная концентрация доходов, поскольку Новолипецкий металлургический комбинат является основным источником финансирования всего региона.

Структура промышленного производства, 2006 г.

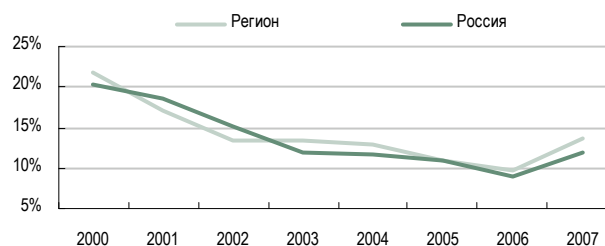


Структура ВРП, 2006 г.



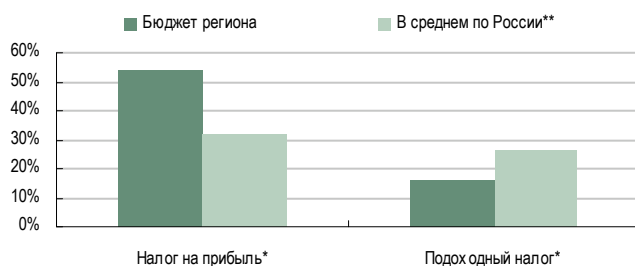
Источник: Федеральная служба государственной статистики

Инфляция



Источник: Федеральная служба государственной статистики

Структура бюджета региона

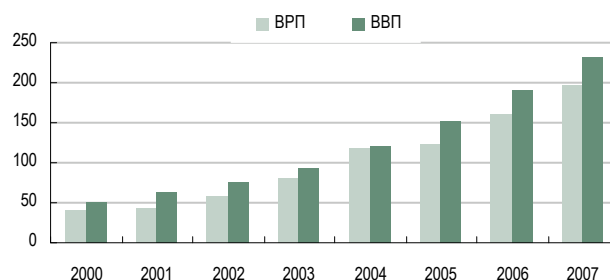


* % к доходам бюджета.

** Сумма сборов по налогу к сумме доходов региональных бюджетов.

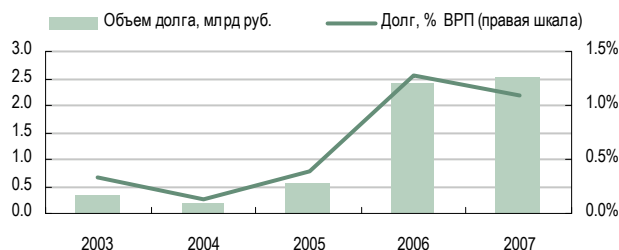
Источник: Министерство финансов

ВРП и ВВП на душу населения, тыс. руб.



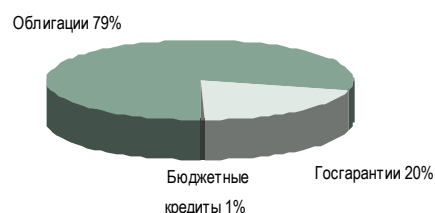
Источник: Федеральная служба государственной статистики

Государственный долг региона



Источник: Министерство финансов

Структура государственного долга региона



Источник: Министерство финансов

Москва

Облигации

	Объем в обращении, млн руб.	Ставка купона, %	Дата погашения	Котировальный список ММВБ	Ломбардный список Банка России
Москва-36	4000	10	16 дек. 2008 г.	A1	+
Москва-38	5000	10	26 дек. 2010 г.	A1	+
Москва-39	10000	10	21 июл. 2014 г.	A1	+
Москва-41	10000	10	30 июл. 2010 г.	A1	+
Москва-44	20000	10	24 июн. 2015 г.	A1	+
Москва-45	15000	10	27 июн. 2012 г.	внесписочный	+
Москва-46	1890	10	25 июл. 2009 г.	внесписочный	+
Москва-47	10000	10	28 апр. 2009 г.	A1	+
Москва-48	30000	8	11 июн. 2022 г.	внесписочный	—
Москва-49	25000	8	14 июн. 2017 г.	внесписочный	+
Москва-50	25000	8	15 июн. 2017 г.	внесписочный	—

Источник: CBonds

Обзор кредитного качества заемщика

Москва – наиболее финансово благополучный регион России. В настоящий момент уровень ликвидности в бюджете города довольно высокий, и значительная часть долга уже погашена. Город, однако, нуждается в развитии инфраструктуры – в особенности это касается транспорта и коммунальных служб. Несмотря на то, что доходы бюджета являются достаточно стабильными, для достижения этой цели потребуется выпуск новых долговых обязательств.

Индикаторы бюджетной политики региона*

Отношение дефицита бюджета к объему собственных доходов	н/д
Отношение текущих расходов бюджета к доходам	60.2%
Отношение капитальных расходов к общим расходам бюджета	30.0%
Долг к доходам бюджета (без учета финансовой помощи из центра)	8.0%
Расходы на обслуживание долга к общим расходам бюджета региона	0.9%
Доля трансфертов в собственных доходах бюджета	н/д
Исполнение бюджета по налоговым доходам от первоначально утвержденного значения	156.4%

* Данные по состоянию на первое января 2008 г.

Источник: Министерство финансов

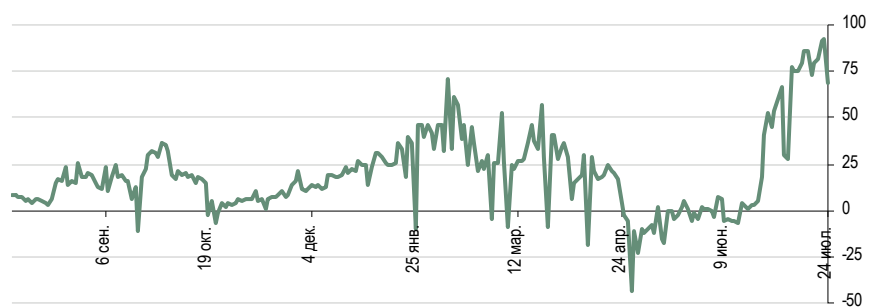
Макроэкономические показатели региона**

Население, тыс. чел.	10466
ВРП, млрд руб.	6315.0
Доходы бюджета, млрд руб.	1158.1
Кредитный рейтинг (S&P/Moody's/Fitch)	BBB+/Baa1/BBB+
Долг, млрд руб.	104.6
Губернатор	Юрий Лужков
Партийная принадлежность	Единая Россия
Срок окончания полномочий	Июнь 2011 г.

** Данные по состоянию на первое января 2008 г. или за 2007 г. Объем долга представлен на первое июня 2008 г.

Источники: ЦИК, Министерство финансов, Федеральная служба государственной статистики, оценка Ренессанс Капитала

Спрэд доходности облигаций Москва-39 к кривой ОФЗ, б. п.



Источник: ММВБ

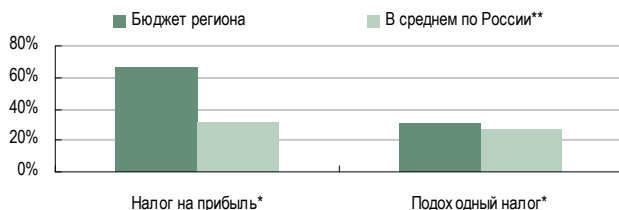
Сильные стороны

- Столичный статус Москвы дает городу определенные преимущества, которые обеспечивают очень высокий уровень финансового благосостояния.
- Один из самых высоких уровней жизни населения и, следовательно, высокая доля подоходного налога в доходах бюджета.
- ВРП составляет около 20% ВВП России – самый высокий показатель в стране.
- Высокий уровень капиталовложений, обеспечивающий гибкость расходов бюджета.
- Безупречная кредитная история.
- Высокий текущий профицит – более 20% текущих доходов.
- Диверсифицированная экономика.
- Высокое качество финансового управления.
- Город является одним из регионов – доноров федерального бюджета.

Слабые стороны

- Значительный валютный долг, следовательно, существенные валютные риски.
- Высокий уровень условных обязательств.
- Несмотря на то, что бюджетных доходов достаточно для развития города, ожидается увеличение объема долга.

Структура бюджета региона

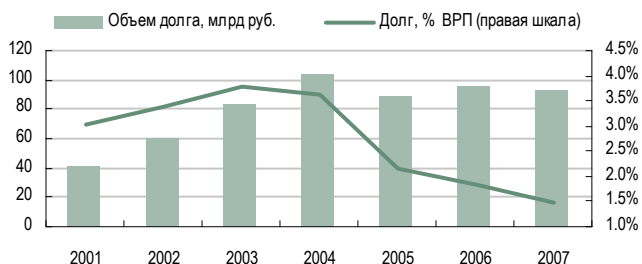


* % к доходам бюджета.

** Сумма сборов по налогу к сумме доходов региональных бюджетов.

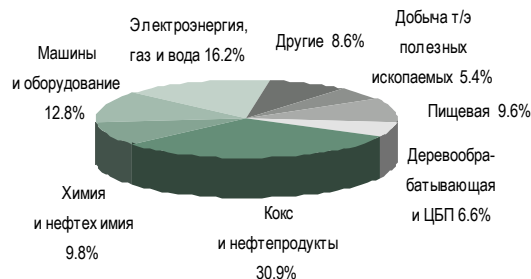
Источник: Министерство финансов

Государственный долг региона

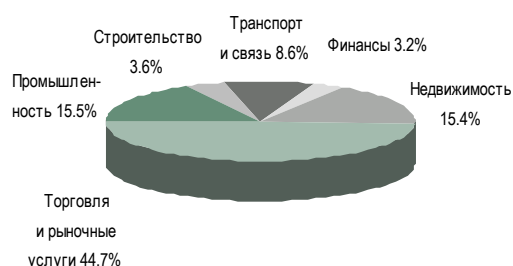


Источник: Министерство финансов

Структура промышленного производства, 2006 г.

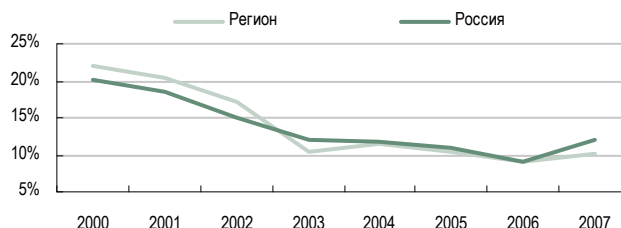


Структура ВРП, 2006 г.



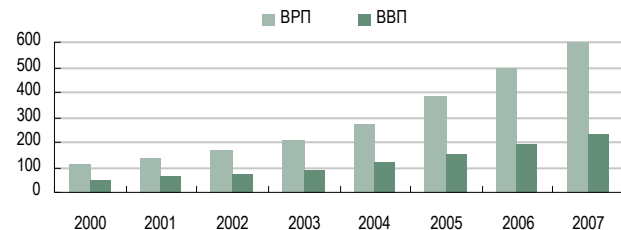
Источник: Федеральная служба государственной статистики

Инфляция



Источник: Федеральная служба государственной статистики

ВРП и ВВП на душу населения, тыс. руб.



Источник: Федеральная служба государственной статистики

Структура государственного долга региона



Источник: Министерство финансов

Московская область

Облигации

	Объем в обращении, млн руб.	Ставка купона, %	Дата погашения	Котировальный список ММВБ	Ломбардный список Банка России
Московская область-4	9600	11.0	21 апр. 2009 г.	A1	+
Московская область-5	12000	10.0	30 мар. 2010 г.	A1	+
Московская область-6	12000	9.0	19 апр. 2011 г.	внесписочный	+
Московская область-7	16000	8.0	16 апр. 2014 г.	внесписочный	+
Московская область-8	19000	9.0	11 июн. 2013 г.	внесписочный	–

Источник: CBonds

Обзор кредитного качества заемщика

Московская область, безусловно, выигрывает от своего географического положения, так как ее продукция (продукты промышленного производства, сельского хозяйства и услуги населению) обеспечена постоянным спросом со стороны столицы. Экономика области диверсифицирована, но долговая нагрузка при этом находится на очень высоком уровне. По сравнению с другими регионами фискальная политика Московской области была наиболее агрессивной в наращивании объемов как прямого долга, так и условных обязательств.

Индикаторы бюджетной политики региона*

Отношение дефицита бюджета к объему собственных доходов	9.7%
Отношение текущих расходов бюджета к доходам	100.0%
Отношение капитальных расходов к общим расходам бюджета	7.0%
Долг к доходам бюджета (без учета финансовой помощи из центра)	61.2%
Расходы на обслуживание долга к общим расходам бюджета региона	3.6%
Доля трансфертов в собственных доходах бюджета	14.9%
Исполнение бюджета по налоговым доходам от первоначально утвержденного значения	113.5%

* Данные по состоянию на первое января 2008 г.

Источник: Министерство финансов

Макроэкономические показатели региона**

Население, тыс. чел.	6666
ВРП, млрд руб.	1152.0
Доходы бюджета, млрд руб.	167.9
Кредитный рейтинг (S&P/Moody's/Fitch)	BB/Ba2/ –
Долг, млрд руб.	118.1
Губернатор	Борис Громов
Партийная принадлежность	Единая Россия
Срок окончания полномочий	Декабрь 2008 г.

** Данные по состоянию на первое января 2008 г. или за 2007 г. Объем долга представлен на первое июня 2008 г.

Источники: ЦИК, Министерство финансов, Федеральная служба государственной статистики, оценка Ренессанс Капитала

Спрэд доходности облигаций Московская область-6 к кривой ОФЗ, б. п.



Источник: ММВБ

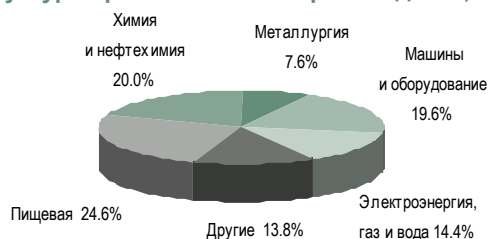
Сильные стороны

- Благоприятное географическое расположение.
- Относительно высокий уровень жизни населения.
- Высокий темп роста экономики.
- Профессионализм администрации.
- Диверсификация экономики, значительная часть которой ориентирована на внутренний спрос.
- Существенный объем иностранных инвестиций.

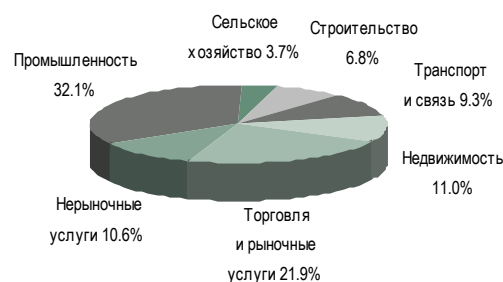
Слабые стороны

- Агрессивная финансовая политика, обуславливающая довольно высокий уровень долга.
- Потребности инвестирования в инфраструктуру.
- Низкий уровень капитальных расходов ведет к уменьшению гибкости расходной части областного бюджета.
- Негативная кредитная история.
- Растущий уровень долга и условных обязательств.

Структура промышленного производства, 2006 г.

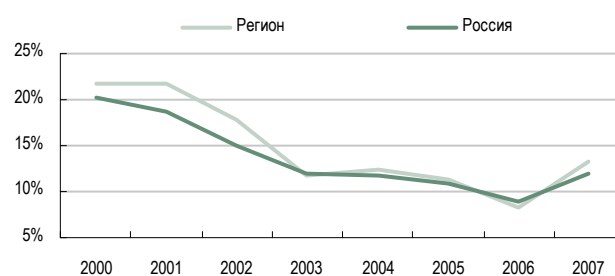


Структура ВРП, 2006 г.



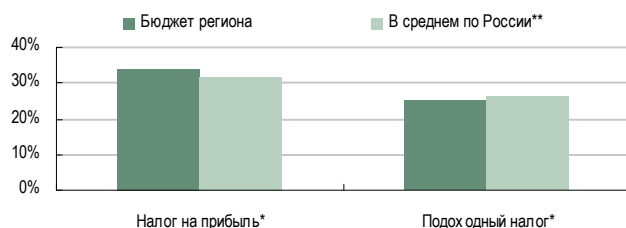
Источник: Федеральная служба государственной статистики

Инфляция



Источник: Федеральная служба государственной статистики

Структура бюджета региона

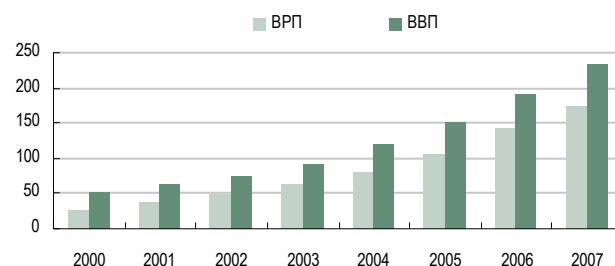


* % к доходам бюджета.

** Сумма сборов по налогу к сумме доходов региональных бюджетов.

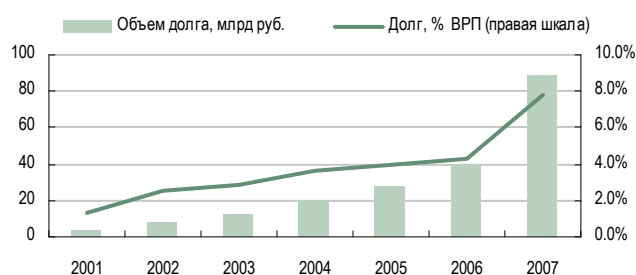
Источник: Министерство финансов

ВРП и ВВП на душу населения, тыс. руб.



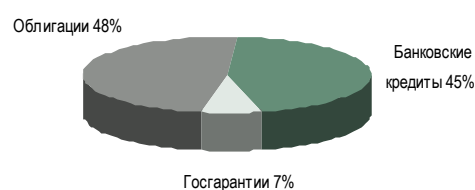
Источник: Федеральная служба государственной статистики

Государственный долг региона



Источник: Министерство финансов

Структура государственного долга региона



Источник: Министерство финансов

Нижегородская область

Облигации

	Объем в обращении, млн руб.	Ставка купона, %	Дата погашения	Котировальный список ММВБ	Ломбардный список Банка России
Нижегородская область-4	2700	8.50	17 ноя. 2012 г.	A1	+
Нижегородская область-3	2000	8.45	20 окт. 2011 г.	A1	+
Нижегородская область-2	2500	9.99	2 ноя. 2008 г.	A1	+

Источник: CBonds

Обзор кредитного качества заемщика

Нижегородская область является одним из лидеров среди регионов России с точки зрения социально-экономического развития. Это крупнейший индустриальный центр с высокой долей обрабатывающей промышленности и большим научно-техническим и образовательным потенциалом. Проблемные сферы: снижающийся темп роста ВРП и неудовлетворительная кредитная история.

Индикаторы бюджетной политики региона*

Отношение дефицита бюджета к объему собственных доходов	0.05%
Отношение текущих расходов бюджета к доходам	86.13%
Отношение капитальных расходов к общим расходам бюджета	15.45%
Долг к доходам бюджета (без учета финансовой помощи из центра)	13.20%
Расходы на обслуживание долга к общим расходам бюджета региона	0.68%
Доля трансфертов в собственных доходах бюджета	18.29%
Исполнение бюджета по налоговым доходам от первоначально утвержденного значения	121.23%

* Данные по состоянию на первое января 2008 г.

Источник: Министерство финансов

Макроэкономические показатели региона**

Население, тыс. чел.	3362
ВРП, млрд руб.	467.0
Доходы бюджета, млрд руб.	60.2
Кредитный рейтинг (S&P/Moody's/Fitch)	- / - /BB-
Долг, млрд руб.	5.9
Губернатор	Валерий Шанцев
Партийная принадлежность	Единая Россия
Срок окончания полномочий	Август 2010 г.

** Данные по состоянию на первое января 2008 г. или за 2007 г. Объем долга представлен на первое июня 2008 г.

Источники: ЦИК, Министерство финансов, Федеральная служба государственной статистики, оценка Ренессанс Капитала

Спрэд доходности облигаций Нижегородская область-3 к кривой ОФЗ, б. п.



Источник: ММВБ

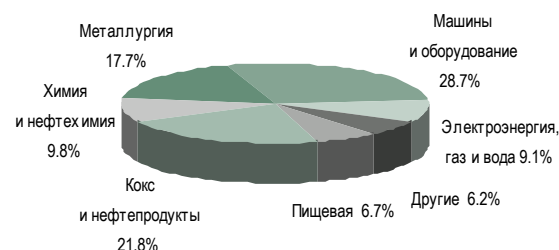
Сильные стороны

- Удобное географическое положение и значительный потенциал крупного индустриального центра: в Нижегородской области широко развиты автомобилестроение, авиа-, судостроение, радиоэлектроника, химия и нефтехимия.
- Доля трансфертов Федерального фонда поддержки регионов в бюджет области умеренна.
- Экономика диверсифицирована, значительная часть ее ориентирована на внутренний спрос.
- Умеренный уровень долга (соотношение долга к доходам бюджета составляет 13.2%).

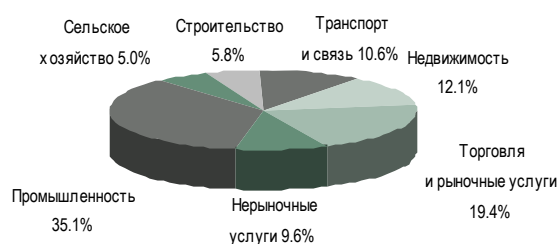
Слабые стороны

- Ввиду низкого уровня капитальных расходов возможности для бюджетного маневра ограничены.
- Замедление роста ВРП региона.
- Неудовлетворительная кредитная история: в начале текущего десятилетия область оказалась в ситуации, когда выплаты по уже реструктурированным облигациям были произведены только при помощи федерального правительства.

Структура промышленного производства, 2006 г.

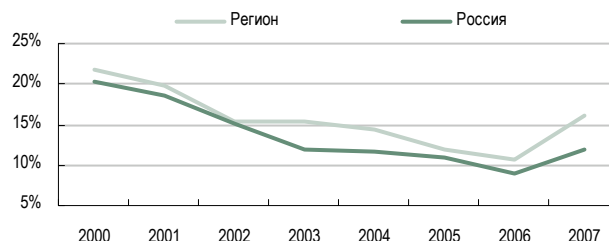


Структура ВРП, 2006 г.



Источник: Федеральная служба государственной статистики

Инфляция



Источник: Федеральная служба государственной статистики

Структура бюджета региона

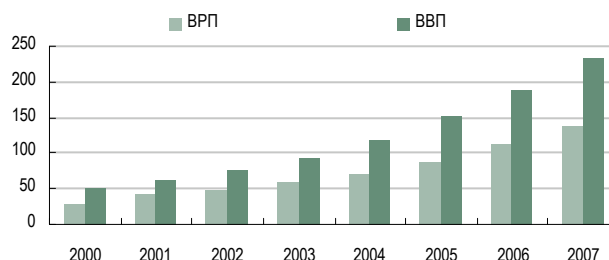


* % к доходам бюджета.

** Сумма сборов по налогу к сумме доходов региональных бюджетов.

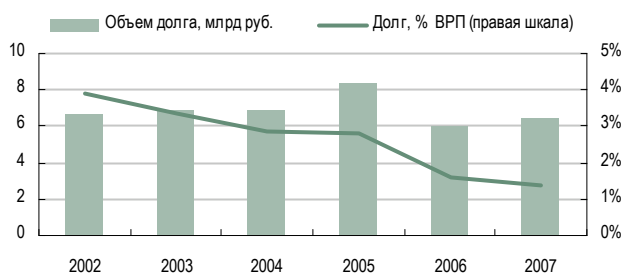
Источник: Министерство финансов

ВРП и ВВП на душу населения, тыс. руб.



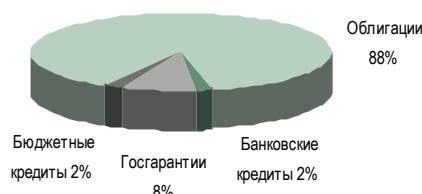
Источник: Федеральная служба государственной статистики

Государственный долг региона



Источник: Министерство финансов

Структура государственного долга региона



Источник: Министерство финансов

Новосибирская область

Облигации

	Объем в обращении, млн руб.	Ставка купона, %	Дата погашения	Котировальный список ММВБ	Ломбардный список Банка России
Новосибирская область-5	2500	8.0	15 дек. 2009 г.	A1	+
Новосибирская область-14	2000	8.4	24 дек. 2010 г.	внесписочный	+

Источник: CBonds

Обзор кредитного качества заемщика

Новосибирская область является промышленно развитым регионом в географическом центре России. Однако большая доля неэффективных предприятий (преимущественно в машиностроительном секторе), высокий уровень долга, а также зависимость от федеральных трансфертов ухудшают кредитное качество региона.

Индикаторы бюджетной политики региона*

Отношение дефицита бюджета к объему собственных доходов	н/д
Отношение текущих расходов бюджета к доходам	91.7%
Отношение капитальных расходов к общим расходам бюджета	12.7%
Долг к доходам бюджета (без учета финансовой помощи из центра)	12.8%
Расходы на обслуживание долга к общим расходам бюджета региона	1.5%
Доля трансфертов в собственных доходах бюджета	19.9%
Исполнение бюджета по налоговым доходам от первоначально утвержденного значения	118.5%

* Данные по состоянию на первое января 2008 г.

Источник: Министерство финансов

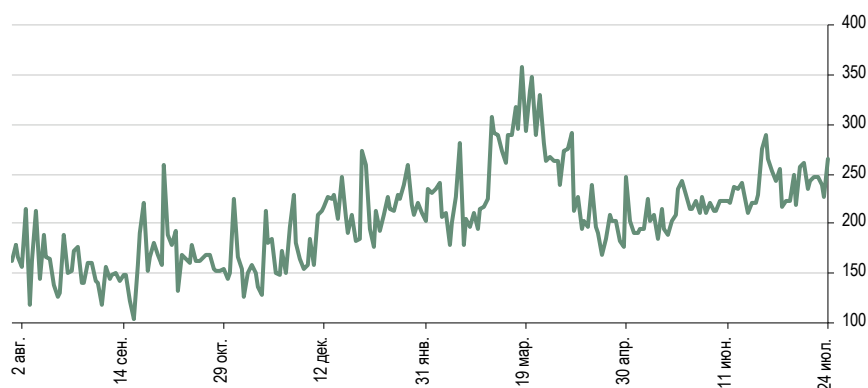
Макроэкономические показатели региона**

Население, тыс. чел.	2636
ВРП, млрд руб.	352.0
Доходы бюджета, млрд руб.	49.8
Кредитный рейтинг (S&P/Moody's/Fitch)	- / - /BB
Долг, млрд руб.	4.2
Губернатор	Виктор Толоконский
Партийная принадлежность	Единая Россия
Срок окончания полномочий	Декабрь 2008 г.

** Данные по состоянию на первое января 2008 г. или за 2007 г. Объем долга представлен на первое июня 2008 г.

Источники: ЦИК, Министерство финансов, Федеральная служба государственной статистики, оценка Ренессанс Капитала

Спрэд доходности облигаций Новосибирская область-5 к кривой ОФЗ, б. п.



Источник: ММВБ

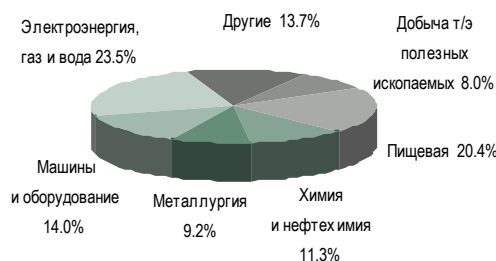
Сильные стороны

- Высокая доля пищевой промышленности (около 20% всего промышленного производства области) и сельского хозяйства (7.5% ВРП) в структуре экономики является залогом относительной стабильности налоговой базы региона.
- Расположенное в области Сибирское отделение Академии наук – одна из крупнейших в стране научных баз – может стать центром реализации высокотехнологичных проектов.
- Темпы роста ВРП опережают общероссийские.
- Низкая концентрация налоговых платежей: пять крупнейших налогоплательщиков обеспечивают 15% доходов областного бюджета.

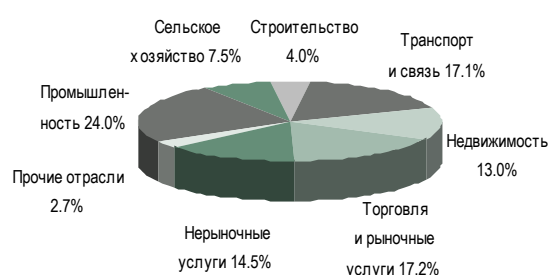
Слабые стороны

- Большая доля краткосрочных кредитов (треть от общего объема долга).
- Наличие структурных социальных проблем (большое количество неэффективных градообразующих предприятий, часто имеющих отношение к ВПК) оказывает существенную нагрузку на областной бюджет.
- Низкий уровень капиталовложений ведет к уменьшению гибкости расходов и свидетельствует об агрессивной финансовой политике.

Структура промышленного производства, 2006 г.

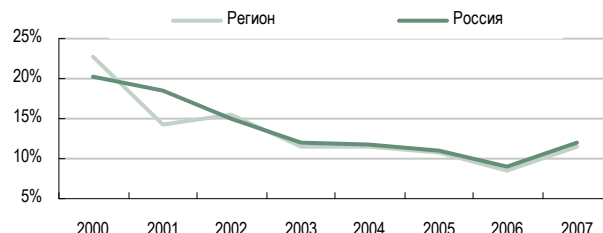


Структура ВРП, 2006 г.



Источник: Федеральная служба государственной статистики

Инфляция



Источник: Федеральная служба государственной статистики

Структура бюджета региона

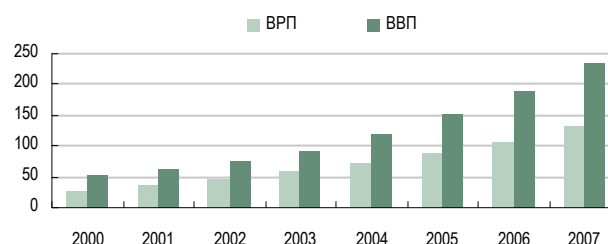


* % к доходам бюджета.

** Сумма сборов по налогу к сумме доходов региональных бюджетов.

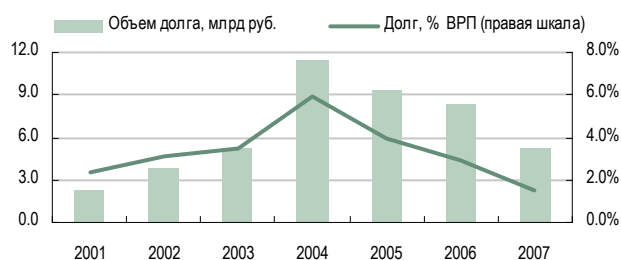
Источник: Министерство финансов

ВРП и ВВП на душу населения, тыс. руб.



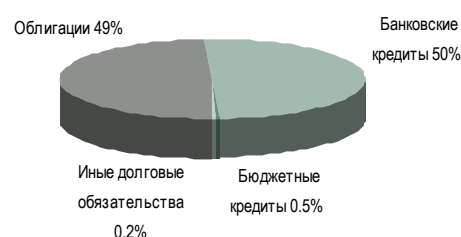
Источник: Федеральная служба государственной статистики

Государственный долг региона



Источник: Министерство финансов

Структура государственного долга региона



Источник: Министерство финансов

Пензенская область

Облигации

	Объем в обращении, млн руб.	Ставка купона, %	Дата погашения	Котировальный список ММВБ	Ломбардный список Банка России
Пензенская область-1	800	9.45	13 окт. 2009 г.	внесписочный	–
Пензенская область-2	1000	9.85	26 ноя. 2010 г.	внесписочный	+

Источник: CBonds

Обзор кредитного качества заемщика

Экономика Пензенской области хорошо диверсифицирована, в структуре промышленного производства преобладают машиностроение и пищевая отрасль. Быстрому росту ВРП способствуют высокие темпы повышения капиталовложений. Областной бюджет существенно зависит от федеральных трансфертов; долговая нагрузка региона в настоящее время умеренная.

Индикаторы бюджетной политики региона*

Отношение дефицита бюджета к объему собственных доходов	7.4%
Отношение текущих расходов бюджета к доходам	83.0%
Отношение капитальных расходов к общим расходам бюджета	15.7%
Долг к доходам бюджета (без учета финансовой помощи из центра)	24.4%
Расходы на обслуживание долга к общим расходам бюджета региона	0.3%
Доля трансфертов в собственных доходах бюджета	52.0%
Исполнение бюджета по налоговым доходам от первоначально утвержденного значения	136.1%

* Данные по состоянию на первое января 2008 г.

Источник: Министерство финансов

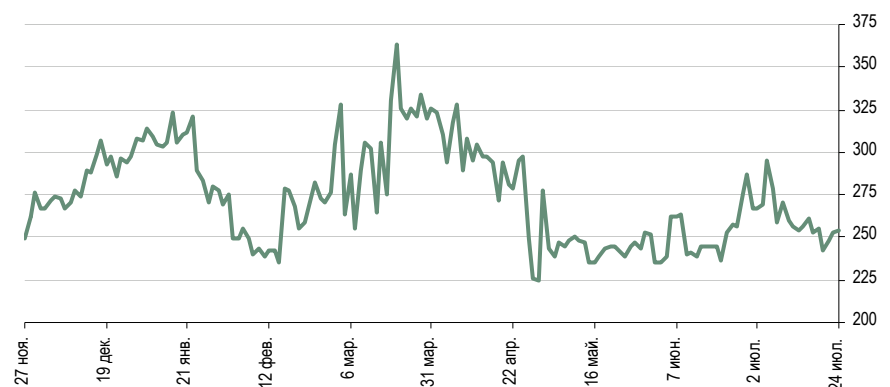
Макроэкономические показатели региона**

Население, тыс. чел.	1389
ВРП, млрд руб.	112.0
Доходы бюджета, млрд руб.	21.9
Кредитный рейтинг (S&P/Moody's/Fitch)	– / – / BB
Долг, млрд руб.	2.3
Губернатор	Василий Бочкарев
Партийная принадлежность	Единая Россия
Срок окончания полномочий	Май 2010 г.

** Данные по состоянию на первое января 2008 г. или за 2007 г. Объем долга представлен на первое июня 2008 г.

Источники: ЦИК, Министерство финансов, Федеральная служба государственной статистики, оценка Ренессанс Капитала

Спрэд доходности облигаций Пензенская область-2 к кривой РФЗ, б. п.



Источник: ММВБ

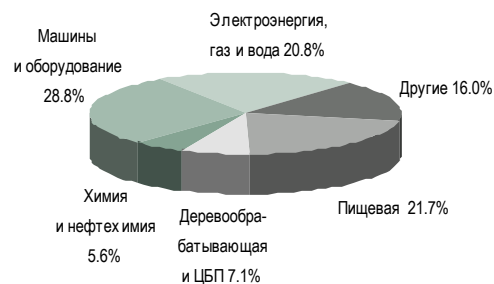
Сильные стороны

- Умеренная долговая нагрузка.
- Быстрый рост ВВП (8.0% в 2006 г.).
- Достаточно равномерная структура выплаты обязательств, несмотря на увеличившийся объем долга.
- Большая доля пищевой промышленности (свыше 20% промышленного производства) и сельского хозяйства (12.2% ВРП) в экономике региона обуславливает относительную стабильность базы налогообложения.
- Улучшение уровня жизни: ускорение роста зарплат при более медленном повышении дохода на душу населения.

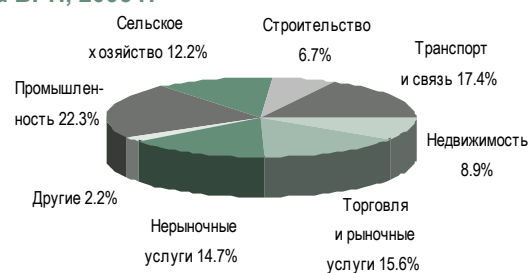
Слабые стороны

- Большая доля федеральных трансфертов в доходах бюджета (объем трансфертов при этом растет медленнее по сравнению с ростом бюджетных доходов).
- Низкие капитальные затраты, что отражает недостаточную гибкость регионального бюджета.
- Облигации не входят в котировальные списки ММВБ и Ломбардный список Банка России и поэтому менее ликвидны.

Структура промышленного производства, 2006 г.

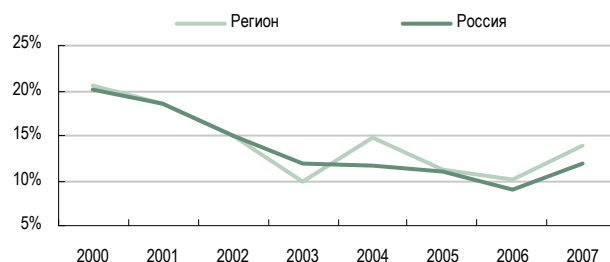


Структура ВРП, 2006 г.



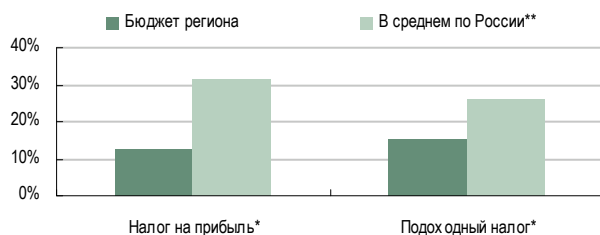
Источник: Федеральная служба государственной статистики

Инфляция



Источник: Федеральная служба государственной статистики

Структура бюджета региона

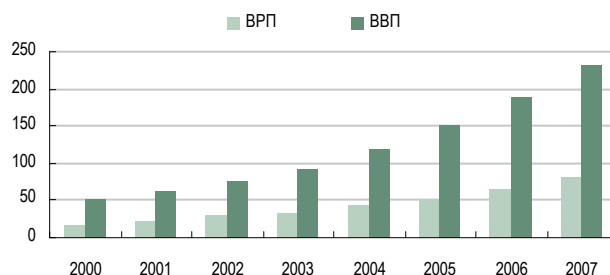


* % к доходам бюджета.

** Сумма сборов по налогу к сумме доходов региональных бюджетов.

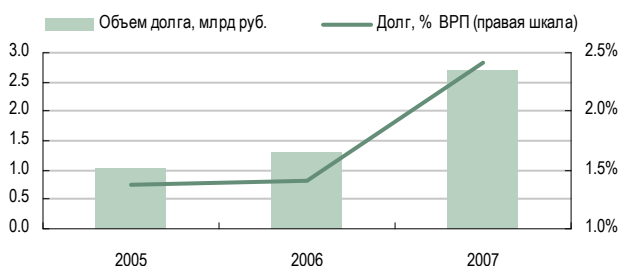
Источник: Министерство финансов

ВРП и ВВП на душу населения, тыс. руб.



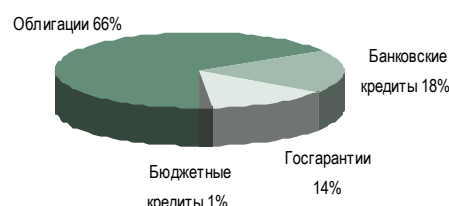
Источник: Федеральная служба государственной статистики

Государственный долг региона



Источник: Министерство финансов

Структура государственного долга региона



Источник: Министерство финансов

Республика Башкортостан

Облигации

	Объем в обращении, млн руб.	Ставка купона, %	Дата погашения	Котировальный список ММВБ	Ломбардный список Банка России
Башкортостан-5	1000	8.02	4 ноя. 2009 г.	A1	+
Башкортостан-6	1500	8.02	30 ноя. 2010 г.	внебирочный	+

Источник: CBonds

Обзор кредитного качества заемщика

Республика Башкортостан в целом может быть охарактеризована как регион с хорошими финансовыми показателями и минимальной долговой нагрузкой. С одной стороны, Башкортостан выигрывает от роста цен на нефть в связи с высокой долей нефтяной промышленности в экономике, однако этот фактор может стать проблемой для финансового управления, если цены на нефть упадут. С другой стороны, экономика указанного региона достаточно сильно диверсифицирована.

Индикаторы бюджетной политики региона*

Отношение дефицита бюджета к объему собственных доходов	н/д
Отношение текущих расходов бюджета к доходам	71.0%
Отношение капитальных расходов к общим расходам бюджета	30.2%
Долг к доходам бюджета (без учета финансовой помощи из центра)	6.8%
Расходы на обслуживание долга к общим расходам бюджета региона	0.3%
Доля трансфертов в собственных доходах бюджета	19.8%
Исполнение бюджета по налоговым доходам от первоначально утвержденного значения	132.0%

* Данные по состоянию на первое января 2008 г.

Источник: Министерство финансов

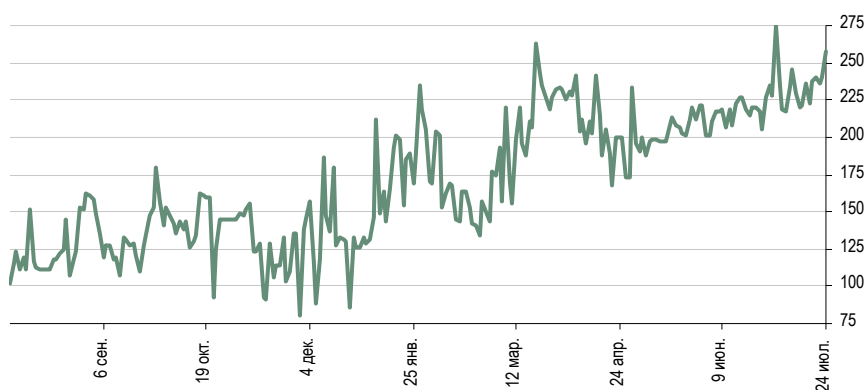
Макроэкономические показатели региона**

Население, тыс. чел.	4052
ВРП, млрд руб.	621.0
Доходы бюджета, млрд руб.	73.3
Кредитный рейтинг (S&P/Moody's/Fitch)	BB+/Ba1/-
Долг, млрд руб.	4.0
Губернатор	Муртаза Рахимов
Партийная принадлежность	Единая Россия
Срок окончания полномочий	Октябрь 2011 г.

** Данные по состоянию на первое января 2008 г. или за 2007 г. Объем долга представлен на первое июня 2008 г.

Источники: ЦИК, Министерство финансов, Федеральная служба государственной статистики, оценка Ренессанс Капитала

Спрэд доходности облигаций Башкортостан-5 к кривой ОФЗ, б. п.



Источник: ММВБ

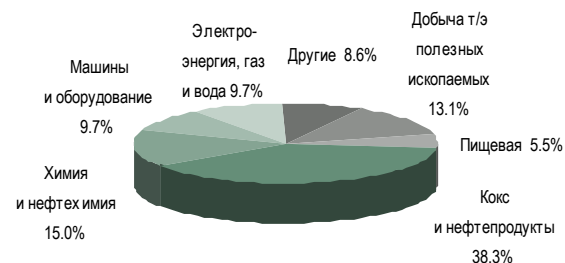
Сильные стороны

- Очень низкий уровень долга.
- Консервативная бюджетная политика, выражающаяся в том числе в высоком уровне финансовых резервов и практически полном отсутствии кассовых разрывов.
- Экономика региона хорошо диверсифицирована и демонстрирует высокие темпы роста.
- Республиканский бюджет не зависит от трансфертов Федерального фонда поддержки регионов.
- Высокая доля расходов на капитальное строительство обеспечивает гибкость расходов бюджета.

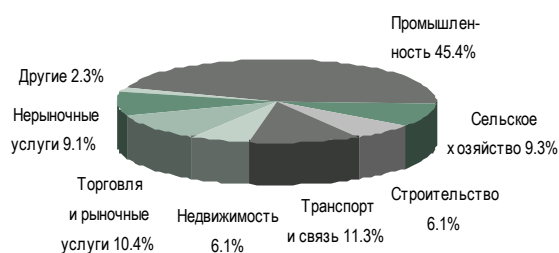
Слабые стороны

- Правительство проводит интервенционистскую политику, которая выражается в прямом или опосредованном контроле со стороны республиканских властей над важнейшими предприятиями республики. В результате замедляются темпы структурной перестройки экономики.
- Активная промышленная политика вынуждает региональную администрацию поддерживать многие предприятия, что приводит к росту условных обязательств.
- В 2006 г. федеральный центр прекратил поддержку регионального бюджета, в соответствии с достигнутыми в 2000 г. договоренностями.
- Доля поступлений в республиканский бюджет от нефтяной и нефтехимической промышленности весьма высока, поэтому доходы бюджета во многом зависят от цен на энергоносители.

Структура промышленного производства, 2006 г.



Структура ВРП, 2006 г.



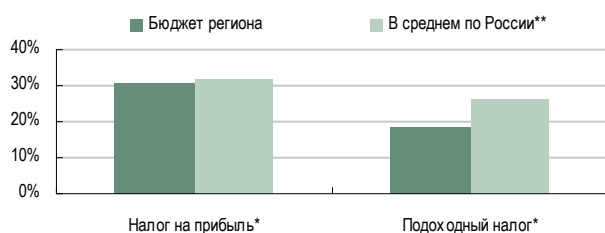
Источник: Федеральная служба государственной статистики

Инфляция



Источник: Федеральная служба государственной статистики

Структура бюджета региона

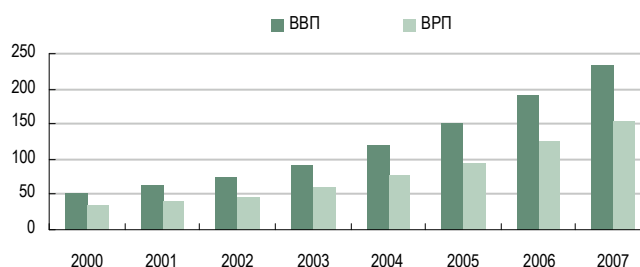


* % к доходам бюджета.

** Сумма сборов по налогу к сумме доходов региональных бюджетов.

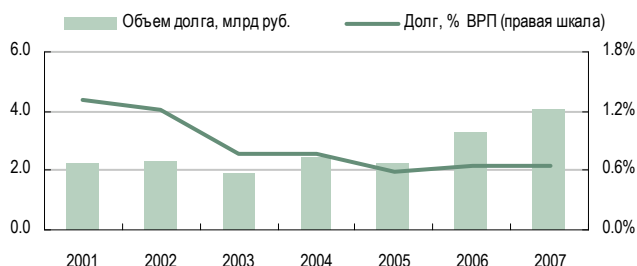
Источник: Министерство финансов

ВРП и ВВП на душу населения, тыс. руб.



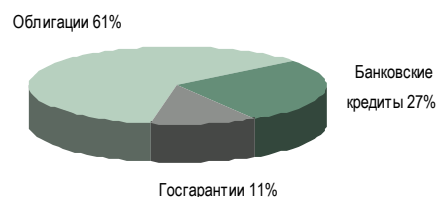
Источники: Федеральная служба государственной статистики

Государственный долг региона



Источник: Министерство финансов

Структура государственного долга региона



Источник: Министерство финансов

Республика Карелия

Облигации

	Объем в обращении, млн руб.	Ставка купона, %	Дата погашения	Котировальный список ММВБ	Ломбардный список Банка России
Карелия-1	500	8.15	2 июня 2010 г.	внесписочный	–
Карелия-2	1000	8.27	14 апр. 2011 г.	A1	+
Карелия-11	800	10.00	10 май. 2012 г.	внесписочный	–

Источник: CBonds

Обзор кредитного качества заемщика

Республика Карелия богата природными ресурсами, в том числе древесиной, полезными ископаемыми, водными и рекреационными ресурсами. Экономика региона хорошо диверсифицирована и стабильно растет; в ее структуре более трети составляет промышленное производство. Основные отрасли промышленности республики – лесная, целлюлозно-бумажная промышленность и добыча нетопливных минералов. Уровень долга в последнее время несколько вырос, а объем федеральных трансфертов в доходах бюджета является довольно высоким.

Индикаторы бюджетной политики региона*

Отношение дефицита бюджета к объему собственных доходов	9.6%
Отношение текущих расходов бюджета к доходам	100.0%
Отношение капитальных расходов к общим расходам бюджета	8.4%
Долг к доходам бюджета (без учета финансовой помощи из центра)	29.3%
Расходы на обслуживание долга к общим расходам бюджета региона	1.0%
Доля трансфертов в собственных доходах бюджета	32.8%
Исполнение бюджета по налоговым доходам от первоначально утвержденного значения	102.9%

* Данные по состоянию на первое января 2008 г.

Источник: Министерство финансов

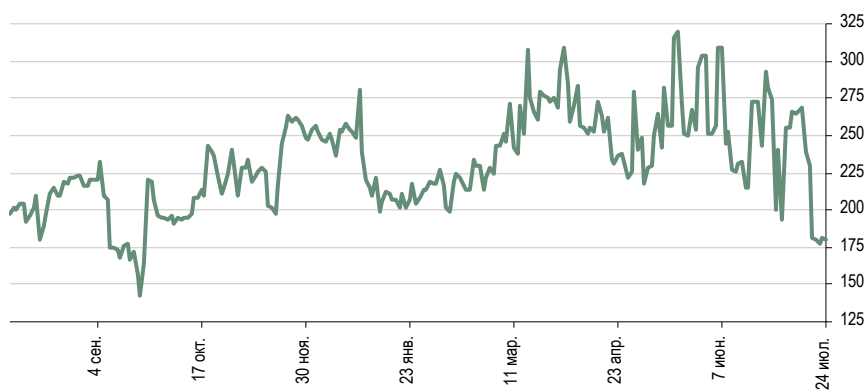
Макроэкономические показатели региона**

Население, тыс. чел.	691
ВРП, млрд руб.	106.0
Доходы бюджета, млрд руб.	14.8
Кредитный рейтинг (S&P/Moody's/Fitch)	– / – /BB-
Долг, млрд руб.	4.0
Губернатор	Сергей Катананов
Партийная принадлежность	Единая Россия
Срок окончания полномочий	Март 2011 г.

** Данные по состоянию на первое января 2008 г. или за 2007 г. Объем долга представлен на первое июня 2008 г.

Источники: ЦИК, Министерство финансов, Федеральная служба государственной статистики, оценка Ренессанс Капитала

Спрэд доходности облигаций Карелия-2 к кривой ОФЗ, б. п.



Источник: ММВБ

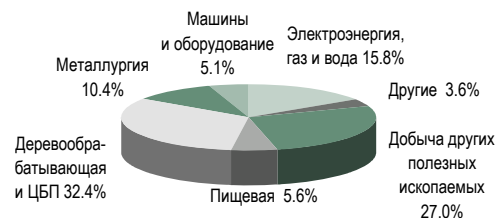
Сильные стороны

- Диверсифицированная экономика, ориентированная на удовлетворение внутреннего спроса, менее чувствительна к внешним потрясениям.
- Большая часть отраслей промышленности (лесная, деревообрабатывающая, целлюлозно-бумажная промышленность, черная металлургия и сектор строительства) используют местное сырье.
- Налог на прибыль составляет более трети доходов бюджета, что обеспечивает достаточно высокую стабильность налоговых поступлений.
- Низкий уровень безработицы в регионе (2.5% по данным на первое января 2008 г.)

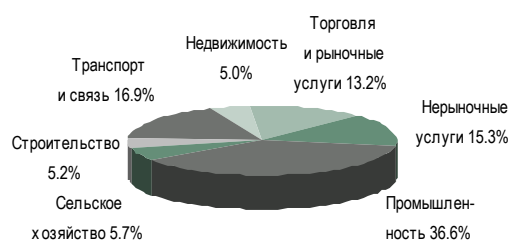
Слабые стороны

- Возросший уровень долга.
- Относительно высокая доля федеральных трансфертов в доходах бюджета.
- Политические риски, связанные с возможным отстранением губернатора от должности.
- Только один из трех обращающихся выпусков облигаций входит в котировальный список ММВБ и Ломбардный список Банка России, поэтому обязательства являются относительно неликвидными.

Структура промышленного производства, 2006 г.

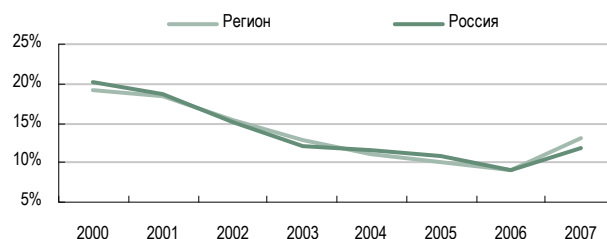


Структура ВРП, 2006 г.



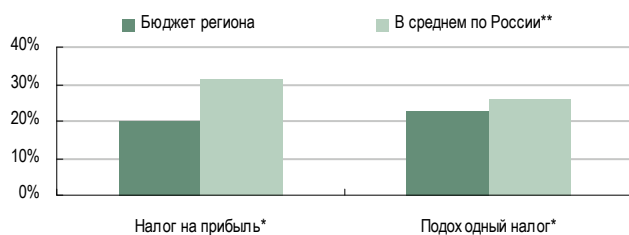
Источник: Федеральная служба государственной статистики

Инфляция



Источник: Федеральная служба государственной статистики

Структура бюджета региона

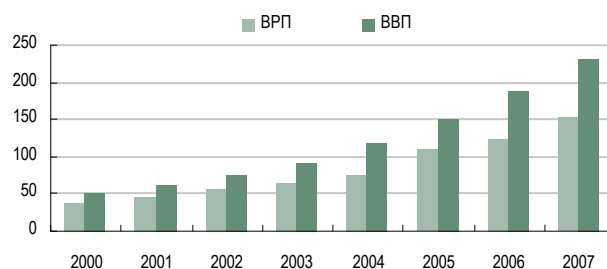


* % к доходам бюджета.

** Сумма сборов по налогу к сумме доходов региональных бюджетов.

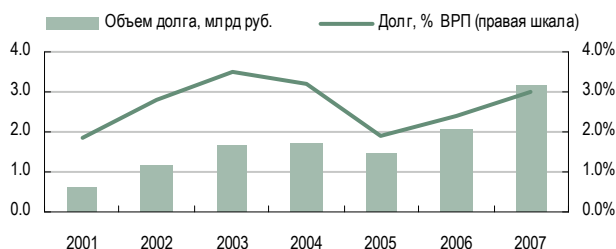
Источник: Министерство финансов

ВРП и ВВП на душу населения, тыс. руб.



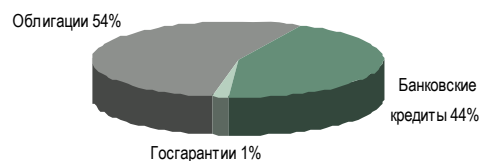
Источник: Федеральная служба государственной статистики

Государственный долг региона



Источник: Министерство финансов

Структура государственного долга региона



Источник: Министерство финансов

Республика Коми

Облигации

	Объем в обращении, млн руб.	Ставка купона, %	Дата погашения	Котировальный список ММВБ	Ломбардный список Банка России
Республика Коми-6	700	12.5	14 окт. 2010 г.	A2	–
Республика Коми-7	1000	10.0	22 ноя. 2013 г.	A1	+
Республика Коми-8	1000	8.0	3 дек. 2015 г.	A1	+

Источник: CBonds

Обзор кредитного качества заемщика

Республика Коми – один из наиболее богатых природными ресурсами (в основном нефть, газ и лес) регионов России. Эти преимущества оказывают как положительный, так и отрицательный эффект на кредитное качество эмитента. С одной стороны, по мере роста цен на сырьевые товары улучшаются перспективы республики; с другой – потенциал развития региона ограничен потребностями в создании инфраструктуры.

Индикаторы бюджетной политики региона*

Отношение дефицита бюджета к объему собственных доходов	н/д
Отношение текущих расходов бюджета к доходам	89.9%
Отношение капитальных расходов к общим расходам бюджета	10.0%
Долг к доходам бюджета (без учета финансовой помощи из центра)	13.6%
Расходы на обслуживание долга к общим расходам бюджета региона	1.4%
Доля трансфертов в собственных доходах бюджета	14.4%
Исполнение бюджета по налоговым доходам от первоначально утвержденного значения	106.9%

* Данные по состоянию на первое января 2008 г.

Источник: Министерство финансов

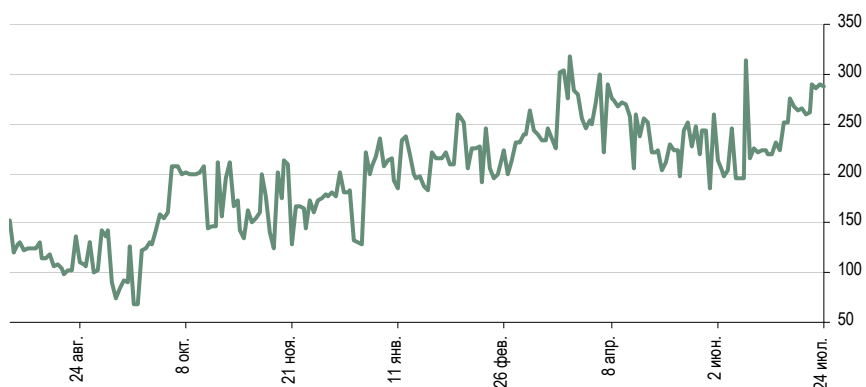
Макроэкономические показатели региона**

Население, тыс. чел.	969
ВРП, млрд руб.	260.0
Доходы бюджета, млрд руб.	27.3
Кредитный рейтинг (S&P/Moody's/Fitch)	– /Ba2/BB-
Долг, млрд руб.	3.2
Губернатор	Владимир Торлопов
Партийная принадлежность	Единая Россия
Срок окончания полномочий	Январь 2011 г.

** Данные по состоянию на первое января 2008 г. или за 2007 г. Объем долга представлен на первое июня 2008 г.

Источники: ЦИК, Министерство финансов, Федеральная служба государственной статистики, оценка Ренессанс Капитала

Спрэд доходности облигаций Республика Коми-6 к кривой ОФЗ, б. п.



Источник: ММВБ

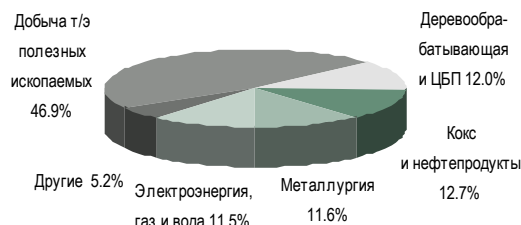
Сильные стороны

- Высокий уровень жизни населения.
- Богатая ресурсная база.
- Снижающийся уровень долга.
- Консервативная финансовая политика, контроль над операционными расходами.
- Высокий уровень иностранных инвестиций.
- Улучшенная структуры долга: замещение краткосрочной внешней задолженности долгосрочными рублевыми займами.
- Подоходный налог составляет более трети всех доходов, что свидетельствует о стабильности налоговых поступлений.
- Облигации региона включены в списки А1 и А2 ММВБ и в Ломбардный список Банка России, благодаря чему сравнительно ликвидны.

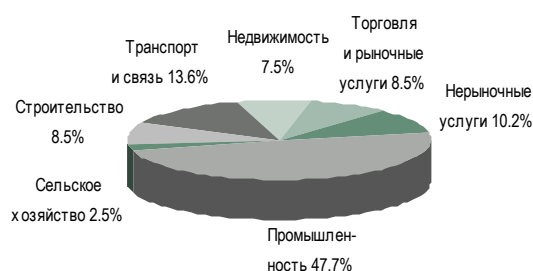
Слабые стороны

- Низкий уровень диверсификации экономики.
- Зависимость от природных ресурсов и мировых цен на сырье.
- Высокая вероятность финансирования дорогостоящих инвестиционных проектов в связи с особенностями географического положения региона, в частности, финансирование переселения населения из северных угледобывающих районов (Воркута).

Структура промышленного производства, 2006 г.

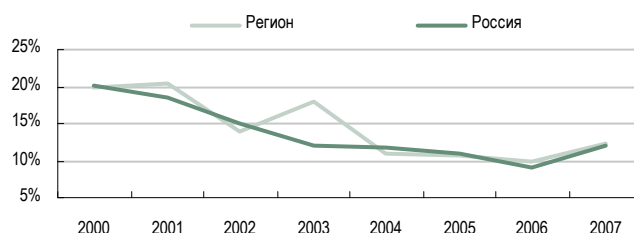


Структура ВРП, 2006 г.



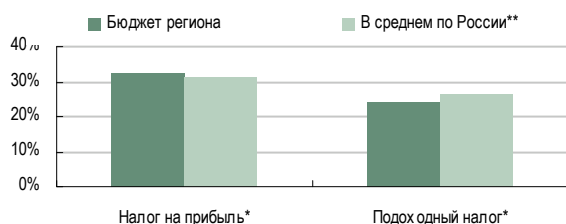
Источник: Федеральная служба государственной статистики

Инфляция



Источник: Федеральная служба государственной статистики

Структура бюджета региона

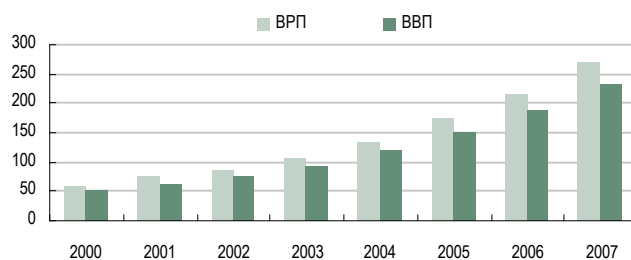


* % к доходам бюджета.

** Сумма сборов по налогу к сумме доходов региональных бюджетов.

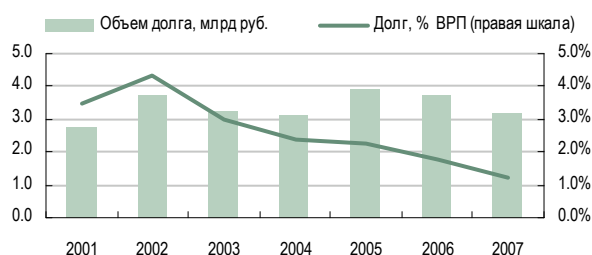
Источник: Министерство финансов

ВРП и ВВП на душу населения, тыс. руб.



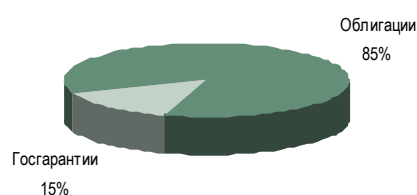
Источник: Федеральная служба государственной статистики

Государственный долг региона



Источник: Министерство финансов

Структура государственного долга региона



Источник: Министерство финансов

Республика Саха (Якутия)

Облигации

	Объем в обращении, млн руб.	Ставка купона, %	Дата погашения	Котировальный список ММВБ	Ломбардный список Банка России
Республика Саха (Якутия)-6	2000	10.00	13 май. 2010 г.	A1	+
Республика Саха (Якутия)-8	2500	8.80	26 май. 2011 г.	внесписочный	–
Республика Саха (Якутия)	2500	7.95	11 апр. 2013 г.	A1	+
Республика Саха (Якутия)-7	2500	7.80	17 апр. 2014 г.	A1	+

Источник: CBonds

Обзор кредитного качества заемщика

Республика Саха (Якутия) является самым крупным и одним из богатейших регионов России с точки зрения природных ресурсов и доходов на душу населения. Однако размер республики и ее географическое положение обуславливают очень высокие финансовые потребности, что вынуждает администрацию проводить агрессивную политику в этой сфере.

Индикаторы бюджетной политики региона*

Отношение дефицита бюджета к объему собственных доходов	н/д
Отношение текущих расходов бюджета к доходам	89.8%
Отношение капитальных расходов к общим расходам бюджета	18.3%
Долг к доходам бюджета (без учета финансовой помощи из центра)	37.8%
Расходы на обслуживание долга к общим расходам бюджета региона	1.4%
Доля трансфертов в собственных доходах бюджета	40.8%
Исполнение бюджета по налоговым доходам от первоначально утвержденного значения	117.5%

* Данные по состоянию на первое января 2008 г.

Источник: Министерство финансов

Макроэкономические показатели региона**

Население, тыс. чел.	950
ВРП, млрд руб.	253.0
Доходы бюджета, млрд руб.	55.9
Кредитный рейтинг (S&P/Moody's/Fitch)	B+/ – /BB-
Долг, млрд руб.	12.9
Губернатор	Вячеслав Штыров
Партийная принадлежность	Единая Россия
Срок окончания полномочий	Декабрь 2011 г.

** Данные по состоянию на первое января 2008 г. или за 2007 г. Объем долга представлен на первое июня 2008 г.

Источники: ЦИК, Министерство финансов, Федеральная служба государственной статистики, оценка Ренессанс Капитала

Спрэд доходности облигаций Республика Саха-6 к кривой ОФЗ, б. п.



Источник: ММВБ

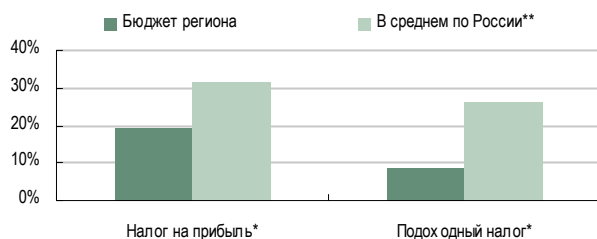
Сильные стороны

- Высокий уровень ВРП на душу населения – на 15% выше общероссийского показателя.
- Богатая ресурсная база (в особенности золото и алмазы).
- Улучшающееся качество управления долгом.
- Высокий уровень капитальных расходов, обеспечивающий относительную гибкость расходной части бюджета.
- Республика Саха (Якутия) – крупнейший регион России, ее ВРП составляет около 20% от общего ВРП Дальневосточного федерального округа.
- Низкий уровень безработицы.
- Относительно низкая инфляция в 2007 г.

Слабые стороны

- Высокая концентрация доходов: почти половина поступлений в бюджет связана с деятельностью алмазной монополии АК АЛРОСА.
- Огромная территория и суровые климатические условия, которые обуславливают значительные потребности в финансировании инфраструктуры.
- Сезонность бюджетных расходов, связанная с необходимостью производить «северный завоз» в короткий промежуток времени.
- Высокий уровень долга (хотя соотношение долга к ВРП стабильно снижается) и зависимость от федеральных трансфертов.
- Негативная кредитная история.

Структура бюджета региона

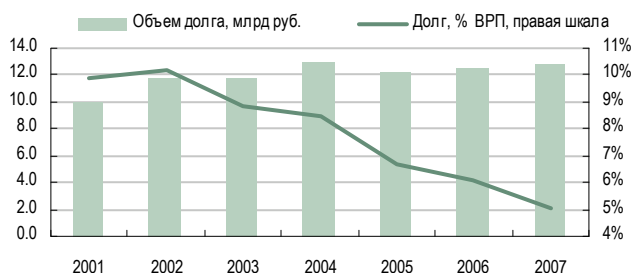


* % к доходам бюджета.

** Сумма сборов по налогу к сумме доходов региональных бюджетов.

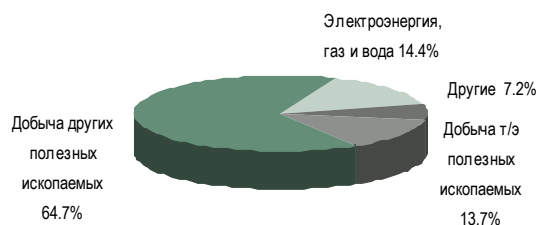
Источник: Министерство финансов

Государственный долг региона

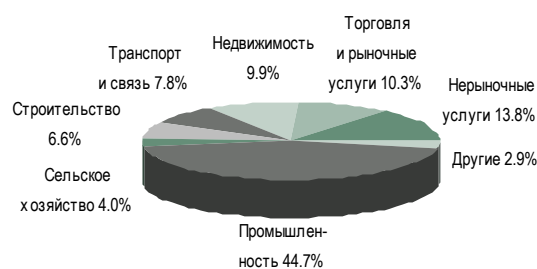


Источник: Министерство финансов

Структура промышленного производства, 2006 г.

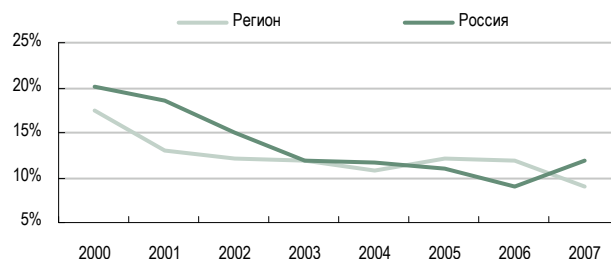


Структура ВРП, 2006 г.



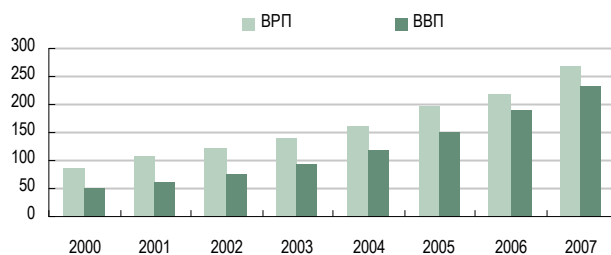
Источник: Федеральная служба государственной статистики

Инфляция



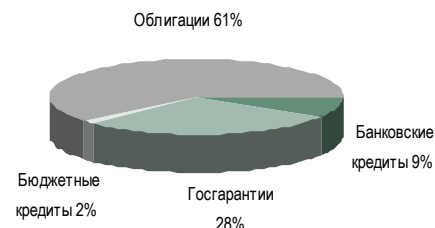
Источник: Федеральная служба государственной статистики

ВРП и ВВП на душу населения, тыс. руб.



Источник: Федеральная служба государственной статистики

Структура государственного долга региона



Источник: Министерство финансов

Республика Удмуртия

Облигации

	Объем в обращении, млн руб.	Ставка купона, %	Дата погашения	Котировальный список ММВБ	Ломбардный список Банка России
Удмуртия-1	1000	8.2	27 дек. 2008 г.	внесписочный	–
Удмуртия-2	1500	8.4	10 июл. 2012 г.	внесписочный	–
Удмуртия-3	1000	10.9	13 июл. 2013 г.	внесписочный	–

Источник: CBonds

Обзор кредитного качества заемщика

Республика Удмуртия – высоко индустриализированный регион (промышленное производство составляет около 50% экономики). Ее кредитное качество, однако, ограничивает значительная доля оборонной промышленности в структуре экономики и высокая зависимость от топливных отраслей. Тем не менее, уровень жизни в Удмуртии заметно превышает общероссийский показатель. Уровень долга является умеренным, а доля федеральных трансфертов в доходах бюджета довольно высока.

Индикаторы бюджетной политики региона*

Отношение дефицита бюджета к объему собственных доходов	2.5%
Отношение текущих расходов бюджета к доходам	78.9%
Отношение капитальных расходов к общим расходам бюджета	18.2%
Долг к доходам бюджета (без учета финансовой помощи из центра)	19.2%
Расходы на обслуживание долга к общим расходам бюджета региона	0.5%
Доля трансфертов в собственных доходах бюджета	26.6%
Исполнение бюджета по налоговым доходам от первоначально утвержденного значения	126.3%

* Данные по состоянию на первое января 2008 г.

Источник: Министерство финансов

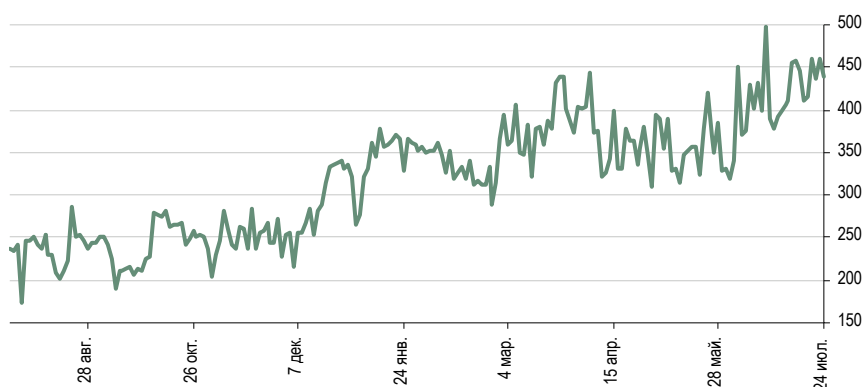
Макроэкономические показатели региона**

Население, тыс. чел.	1533
ВРП, млрд руб.	200.0
Доходы бюджета, млрд руб.	28.9
Кредитный рейтинг (S&P/Moody's/Fitch)	–
Долг, млрд руб.	4.4
Губернатор	Александр Волков
Партийная принадлежность	Единая Россия
Срок окончания полномочий	Март 2009 г.

** Данные по состоянию на первое января 2008 г. или за 2007 г. Объем долга представлен на первое июня 2008 г.

Источники: ЦИК, Министерство финансов, Федеральная служба государственной статистики, оценка Ренессанс Капитала

Спрэд доходности облигаций Удмуртия-1 к кривой РФЗ, б. п.



Источник: ММВБ

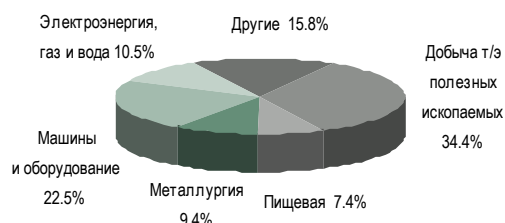
Сильные стороны

- Стабильный рост ВРП и достаточно высокий уровень жизни.
- Благодаря развитому топливно-энергетическому комплексу регион выигрывает от высоких цен на нефть.

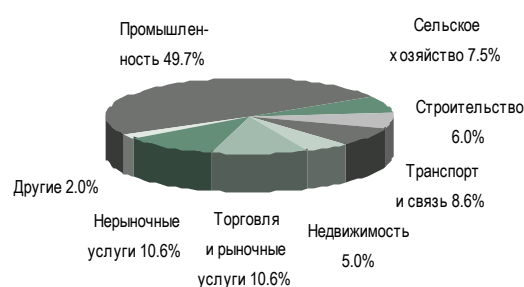
Слабые стороны

- Сравнительно высокая зависимость от федеральных трансфертов
- Доминирующее положение топливного сектора может стать неблагоприятным фактором в случае падения цен на нефть.
- Большая доля оборонной промышленности в экономике республики создает риск значительного роста социальных расходов в случае реструктуризации этих предприятий и сокращения персонала.
- Облигации не включены в котировальные списки ММВБ и Ломбардный список Банка России и поэтому менее ликвидны.

Структура промышленного производства, 2006 г.

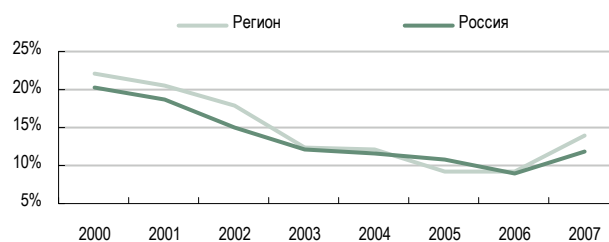


Структура ВРП, 2006 г.



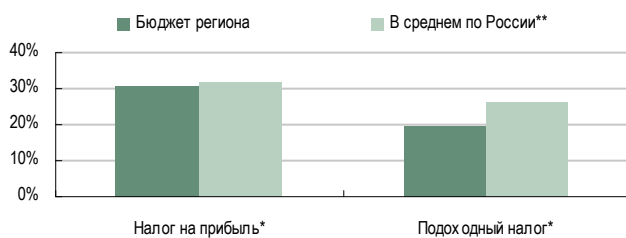
Источник: Федеральная служба государственной статистики

Инфляция



Источник: Федеральная служба государственной статистики

Структура бюджета региона

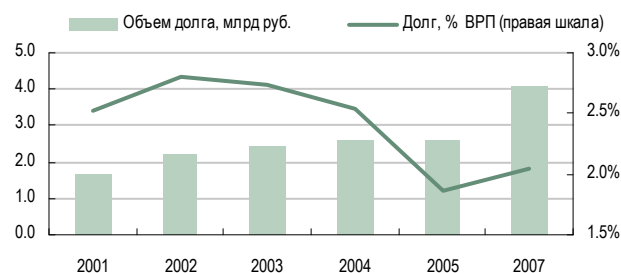


* % к доходам бюджета.

** Сумма сборов по налогу к сумме доходов региональных бюджетов.

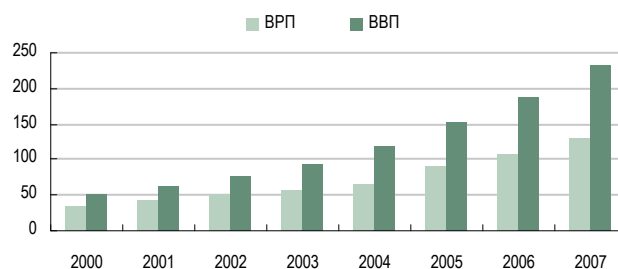
Источник: Министерство финансов

Государственный долг региона



Источник: Министерство финансов

ВРП и ВВП на душу населения, тыс. руб.



Источник: Федеральная служба государственной статистики

Структура государственного долга региона



Источник: Министерство финансов

Республика Чувашия

Облигации

	Объем в обращении, млн руб.	Ставка купона, %	Дата погашения	Котировальный список ММВБ	Ломбардный список Банка России
Чувашия-4	750	12.33	27 мар. 2009 г.	A2	–
Чувашия-5	1000	7.85	5 июн. 2011 г.	A1	–
Чувашия-6	1000	7.99	17 апр. 2012 г.	A1	–
Чувашия-7	1000	9.91	4 июн. 2013 г.	внесписочный	–

Источник: CBonds

Обзор кредитного качества заемщика

Республика Чувашия является одним из наиболее динамично развивающихся субъектов Российской Федерации благодаря опережающему росту инвестиций (в том числе иностранных) и промышленного производства, ориентированного на внутренний спрос. Несмотря на позитивную динамику развития региона, уровень благосостояния населения остается низким.

Индикаторы бюджетной политики региона*

Отношение дефицита бюджета к объему собственных доходов	5.61%
Отношение текущих расходов бюджета к доходам	77.9%
Отношение капитальных расходов к общим расходам бюджета	37.6%
Долг к доходам бюджета (без учета финансовой помощи из центра)	41.7%
Расходы на обслуживание долга к общим расходам бюджета региона	1.0%
Доля трансфертов в собственных доходах бюджета	46.8%
Исполнение бюджета по налоговым доходам от первоначально утвержденного значения	137.7%

* Данные по состоянию на первое января 2008 г.

Источник: Министерство финансов

Макроэкономические показатели региона**

Население, тыс. чел.	1283
ВРП, млрд руб.	113.0
Доходы бюджета, млрд руб.	22.1
Кредитный рейтинг (S&P/Moody's/Fitch)	– /Ba2/ –
Долг, млрд руб.	5.3
Губернатор	Николай Федоров
Партийная принадлежность	Единая Россия
Срок окончания полномочий	Август 2010 г.

** Данные по состоянию на первое января 2008 г. или за 2007 г. Объем долга представлен на первое июня 2008 г.

Источники: ЦИК, Министерство финансов, Федеральная служба государственной статистики, оценка Ренессанс Капитала

Спрэд доходности облигаций Чувашия-5 к кривой ОФЗ, б. п.



Источник: ММВБ

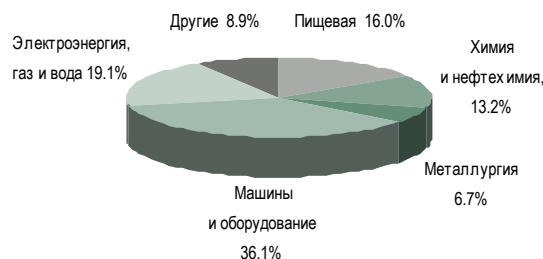
Сильные стороны

- Высокий темп роста инвестиций, в том числе иностранных.
- Профессионализм администрации.
- Экономика диверсифицирована, ориентирована на внутрироссийский спрос, следовательно, мало подвержена внешним шокам.
- Значительные капитальные затраты обеспечивают гибкость расходов республиканского бюджета.

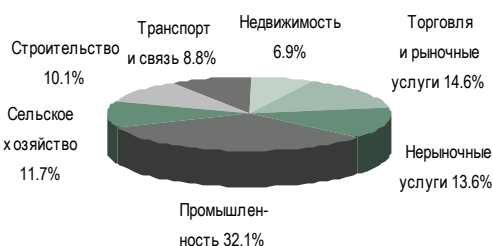
Слабые стороны

- Низкий уровень жизни населения и низкая доля подоходного налога в доходах бюджета.
- Высокий уровень долга.
- Большая доля федеральных трансфертов; финансовая зависимость от федерального центра.

Структура промышленного производства, 2006 г.

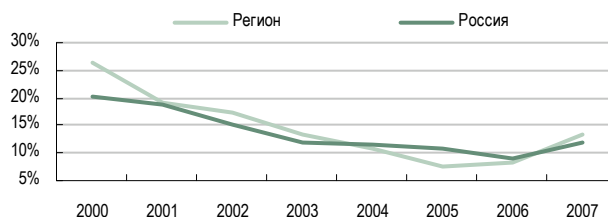


Структура ВРП, 2006 г.



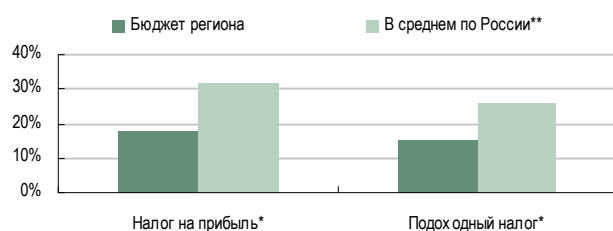
Источник: Федеральная служба государственной статистики

Инфляция



Источник: Федеральная служба государственной статистики

Структура бюджета региона

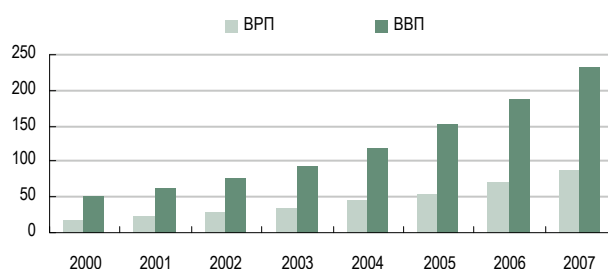


* % к доходам бюджета.

** Сумма сборов по налогу к сумме доходов региональных бюджетов.

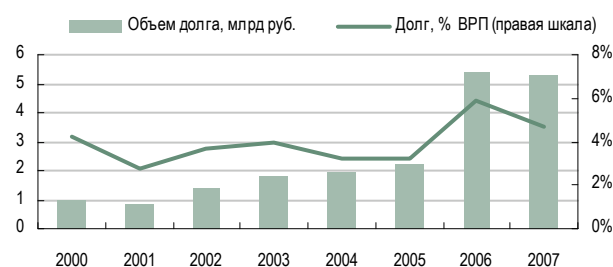
Источник: Министерство финансов

ВРП и ВВП на душу населения, тыс. руб.



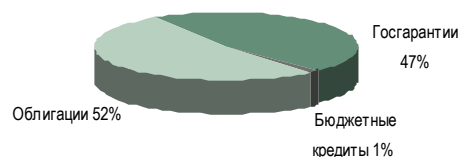
Источник: Федеральная служба государственной статистики

Государственный долг региона



Источник: Министерство финансов

Структура государственного долга региона



Источник: Министерство финансов

Самарская область

Облигации

	Объем в обращении, млрд руб.	Ставка купона, %	Дата погашения	Котировальный список ММВБ	Ломбардный список Банка России
Самарская область-2	2000	6.82	9 сен. 2010 г.	внесписочный	—
Самарская область-3	4500	7.6	11 авг. 2011 г.	A1	—
Самарская область-4	5000	6.98	20 июн. 2012 г.	внесписочный	—
Самарская область-5	8300	9.30	26 июн. 2013 г.	внесписочный	—

Источник: CBonds

Обзор кредитного качества заемщика

Кредитное качество области обусловлено продолжающимся экономическим ростом, увеличивающимися доходами населения, снижением с 1999 г. числа безработных. Финансовые результаты и показатели ликвидности достаточно высоки, при этом уровень долга умеренный, а затраты на его обслуживание довольно низкие. Один из основных негативных аспектов – высокая зависимость доходов областного бюджета от крупнейших налогоплательщиков (АвтоВАЗ и Самаранефтегаз).

Индикаторы бюджетной политики региона*

Отношение дефицита бюджета к объему собственных доходов	8.5%
Отношение текущих расходов бюджета к доходам	86.1%
Отношение капитальных расходов к общим расходам бюджета	24.1%
Долг к доходам бюджета (без учета финансовой помощи из центра)	25.1%
Расходы на обслуживание долга к общим расходам бюджета региона	1.0%
Доля трансфертов в доходах бюджета	10.3%
Исполнение бюджета по налоговым доходам от первоначально утвержденного значения	110.8%

* Данные по состоянию на первое января 2008 г.

Источник: Министерство финансов

Макроэкономические показатели региона**

Население, тыс. чел.	3173
ВРП, млрд руб.	602.0
Доходы бюджета, млрд руб.	62.9
Кредитный рейтинг (S&P/Moody's/Fitch)	BB+/Ba1/–
Долг, млрд руб.	14.2
Губернатор	Владимир Артяков
Партийная принадлежность	Единая Россия
Срок окончания полномочий	Август 2012 г.

** Данные по состоянию на первое января 2008 г. или за 2007 г. Объем долга представлен на первое июня 2008 г.

Источники: ЦИК, Министерство финансов, Федеральная служба государственной статистики, оценка Ренессанс Капитала

Спрэд доходности облигаций Самарская область-3 к кривой ОФЗ, б. п.



Источник: ММВБ

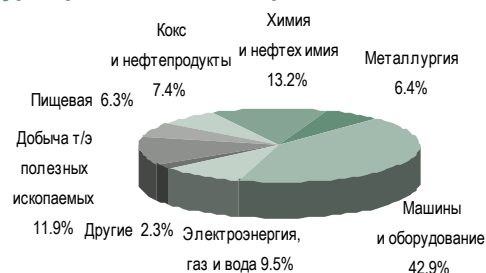
Сильные стороны

- Продолжающийся экономический рост: ВРП в 2004 г. увеличился на 8.1%.
- Существуют резервы ликвидности, превышающие 10% текущих расходов.
- Бюджет области не зависит от трансфертов Федерального фонда поддержки регионов.
- Богатая сырьевая база (включая нефть, газ и сырье для производства стройматериалов).
- Высокий уровень жизни благодаря большим социальным расходам; все индикаторы, включая средние доходы и расходы на душу населения, превышают общероссийский уровень.
- Умеренный объем долга.
- В последнее время облигации Самарской области – одни из наиболее ликвидных среди региональных долговых обязательств.

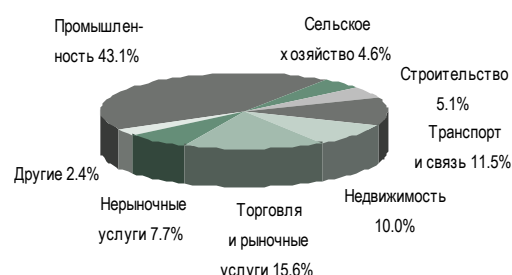
Слабые стороны

- Высокий уровень концентрации бюджета: АвтоВАЗ и Самаранефтегаз обеспечивают до 20-25% налоговых поступлений каждый. На данный момент эти предприятия испытывают трудности, что может негативно сказаться на доходах области.
- Потенциальная необходимость исполнения условных обязательств в виде гарантий по долгам предприятий области.

Структура промышленного производства, 2006 г.

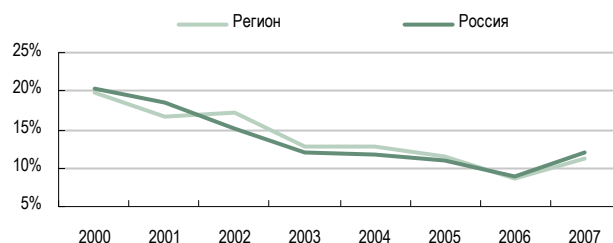


Структура ВРП, 2006 г.



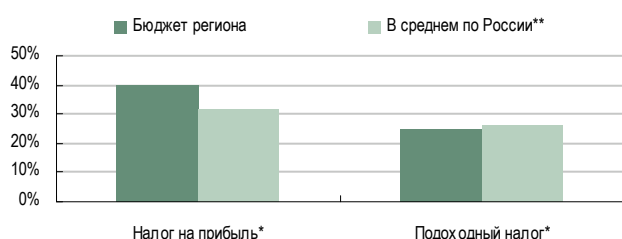
Источник: Федеральная служба государственной статистики

Инфляция



Источник: Федеральная служба государственной статистики

Структура бюджета региона

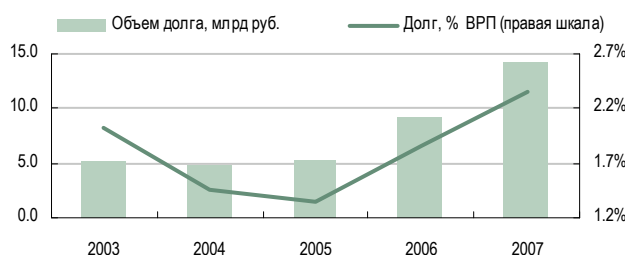


* % к доходам бюджета.

** Сумма сборов по налогу к сумме доходов региональных бюджетов.

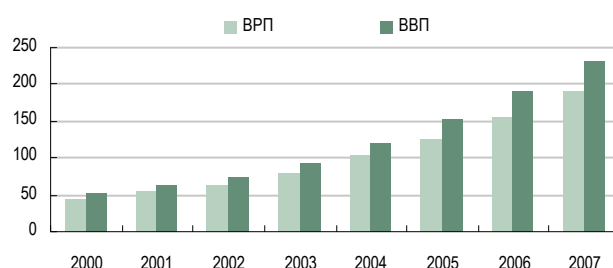
Источник: Министерство финансов

Государственный долг региона



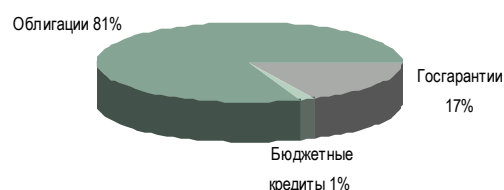
Источник: Министерство финансов

ВРП и ВВП на душу населения, тыс. руб.



Источник: Федеральная служба государственной статистики

Структура государственного долга региона



Источник: Министерство финансов

Томская область

Облигации

	Объем в обращении, млн руб.	Ставка купона, %	Дата погашения	Котировальный список ММВБ	Ломбардный список Банка России
Томская область-3	900	7	9 ноя. 2009 г.	A2	–
Томская область-4	1000	7	26 дек. 2011 г.	A1	–
Томская область-5	1400	8	17 дек. 2012 г.	внесписочный	–

Источник: CBonds

Обзор кредитного качества заемщика

Томская область – высокоразвитый промышленный регион, на кредитное качество которого, тем не менее, негативно влияет высокая степень концентрации промышленного производства. Уровень жизни населения и ВРП на душу населения в целом соответствует общероссийским показателям, а по темпам роста ВРП область опережает другие регионы. Степень зависимости от трансфертов из центра довольно высока.

Индикаторы бюджетной политики региона*

Отношение дефицита бюджета к объему собственных доходов	10.4%
Отношение текущих расходов бюджета к доходам	97.7%
Отношение капитальных расходов к общим расходам бюджета	8.8%
Долг к доходам бюджета (без учета финансовой помощи из центра)	34.7%
Расходы на обслуживание долга к общим расходам бюджета региона	1.2%
Доля трансфертов в собственных доходах бюджета	25.6%
Исполнение бюджета по налоговым доходам от первоначально утвержденного значения	144.3%

* Данные по состоянию на первое января 2008 г.

Источник: Министерство финансов

Макроэкономические показатели региона**

Население, тыс. чел.	1035
ВРП, млрд руб.	229.0
Доходы бюджета, млрд руб.	22.3
Кредитный рейтинг (S&P/Moody's/Fitch)	B+/ – / –
Долг, млрд руб.	5.1
Губернатор	Виктор Кресс
Партийная принадлежность	Единая Россия
Срок окончания полномочий	Март 2012 г.

** Данные по состоянию на первое января 2008 г. или за 2007 г. Объем долга представлен на первое июня 2008 г.

Источники: ЦИК, Министерство финансов, Федеральная служба государственной статистики, оценка Ренессанс Капитала

Спрэд доходности облигаций Томская область-4 к кривой ОФЗ, б. п.



Источник: ММВБ

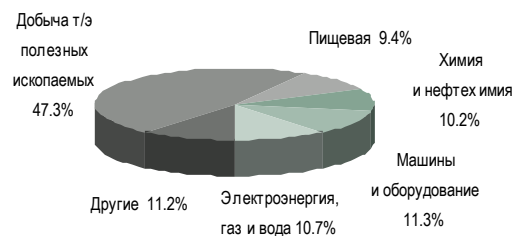
Сильные стороны

- Высокое качество управления экономикой области, почти полное отсутствие прямого вмешательства государства и прозрачная бюджетная политика.
- Рост ВРП и относительно низкий уровень безработицы.
- объем субсидирования коммунальных услуг для населения и расходов на заработную плату один из самых низких в России, что придает определенную гибкость расходам бюджета.
- Большой опыт управления долгом.
- Низкий уровень долга.

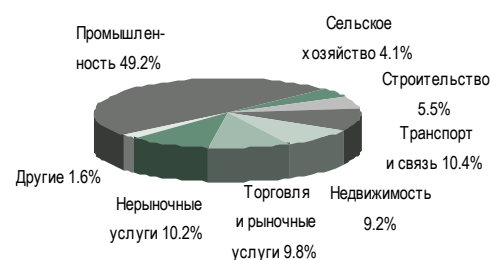
Слабые стороны

- Чрезвычайно высокая зависимость от компании Томскнефть, которая обеспечивает до 40% доходов областного бюджета.
- Значительная концентрация доходов: десять крупнейших налогоплательщиков обеспечивают более половины доходов бюджета.
- Относительно высокая зависимость от федеральных трансфертов.

Структура промышленного производства, 2006 г.

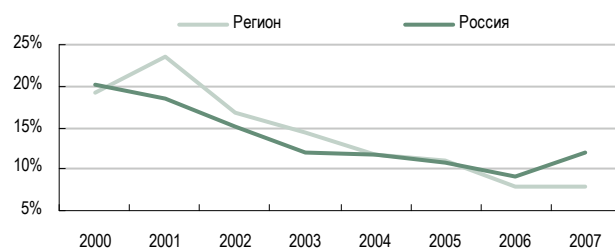


Структура ВРП, 2006 г.



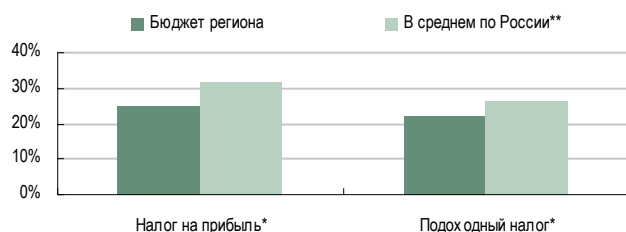
Источник: Федеральная служба государственной статистики

Инфляция



Источник: Федеральная служба государственной статистики

Структура бюджета региона

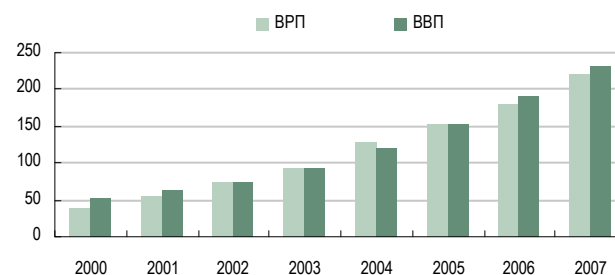


* % к доходам бюджета.

** Сумма сборов по налогу к сумме доходов региональных бюджетов.

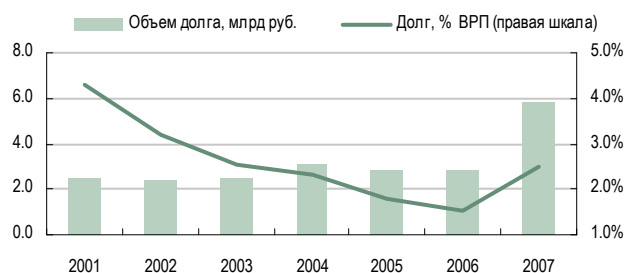
Источник: Министерство финансов

ВРП и ВВП на душу населения, тыс. руб.



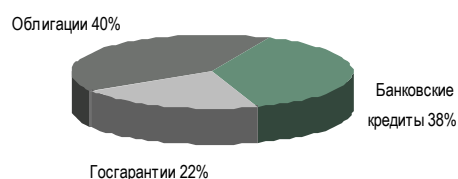
Источник: Федеральная служба государственной статистики

Государственный долг региона



Источник: Министерство финансов

Структура государственного долга региона



Источник: Министерство финансов

Тульская область

Облигации

	Объем в обращении, млн руб.	Ставка купона, %	Дата погашения	Котировальный список ММВБ	Ломбардный список Банка России
Тульская область-1	1500	8.5	28 июн. 2009 г.	A1	–

Источник: CBonds

Обзор кредитного качества заемщика

Тульская область характеризуется высоким уровнем экономического развития и удобным географическим положением. Вместе с тем, в области немало проблем из-за неэффективного управления экономикой со стороны прежней администрации и высокой концентрации предприятий ВПК.

Индикаторы бюджетной политики региона*

Отношение дефицита бюджета к объему собственных доходов	н/д
Отношение текущих расходов бюджета к доходам	86.7%
Отношение капитальных расходов к общим расходам бюджета	11.4%
Долг к доходам бюджета (без учета финансовой помощи из центра)	18.0%
Расходы на обслуживание долга к общим расходам бюджета региона	0.8%
Доля трансфертов в собственных доходах бюджета	28.8%
Исполнение бюджета по налоговым доходам от первоначально утвержденного значения	120.8%

* Данные по состоянию на первое января 2008 г.

Источник: Министерство финансов

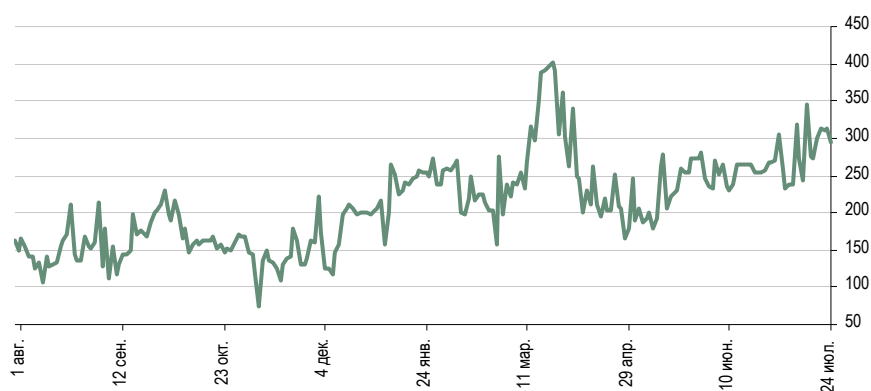
Макроэкономические показатели региона**

Население, тыс. чел.	1567
ВРП, млрд руб.	176.0
Доходы бюджета, млрд руб.	22.9
Кредитный рейтинг (S&P/Moody's/Fitch)	–
Долг, млрд руб.	2.1
Губернатор	Вячеслав Дудка
Партийная принадлежность	Единая Россия
Срок окончания полномочий	Апрель 2010 г.

** Данные по состоянию на первое января 2008 г. или за 2007 г. Объем долга представлен на первое июня 2008 г.

Источники: ЦИК, Министерство финансов, Федеральная служба государственной статистики, оценка Ренессанс Капитала

Спрэд доходности облигаций Тульская область-1 к кривой ОФЗ, б. п.



Источник: ММВБ

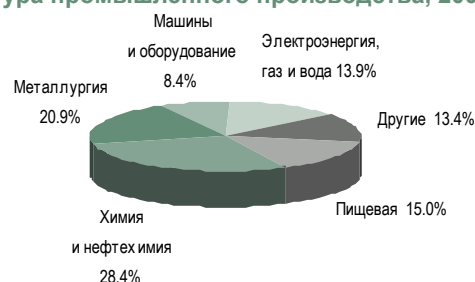
Сильные стороны

- Благоприятное географическое положение и развитая транспортная инфраструктура.
- Близость к Москве и хорошие условия для развития сельского хозяйства.
- Диверсификация экономики, ориентированной на удовлетворение внутреннего спроса.
- Умеренный уровень долга.

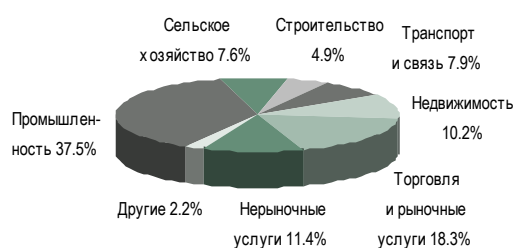
Слабые стороны

- Длительное неэффективное управление экономикой со стороны прежней администрации.
- Низкий уровень жизни.
- Относительно высокая зависимость от трансфертов.
- Низкий уровень капиталовложений.

Структура промышленного производства, 2006 г.

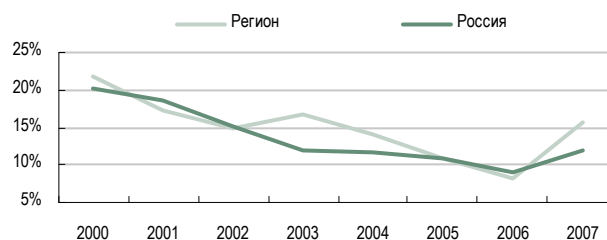


Структура ВРП, 2006 г.



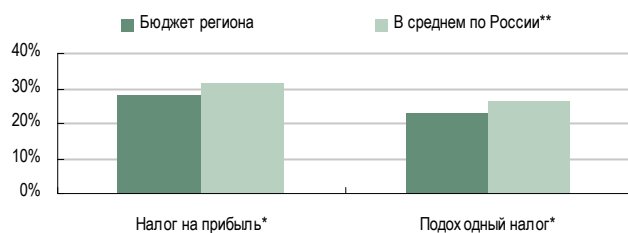
Источник: Федеральная служба государственной статистики

Инфляция



Источник: Федеральная служба государственной статистики

Структура бюджета региона

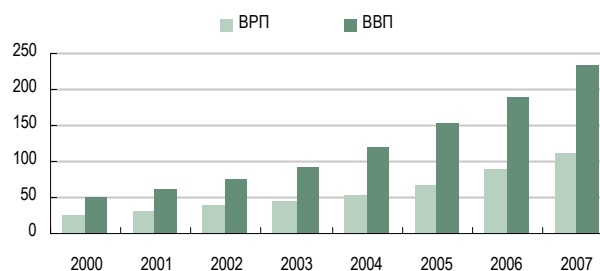


* % к доходам бюджета.

** Сумма сборов по налогу к сумме доходов региональных бюджетов.

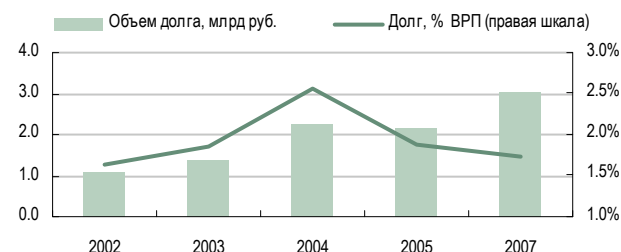
Источник: Министерство финансов

ВРП и ВВП на душу населения, тыс. руб.



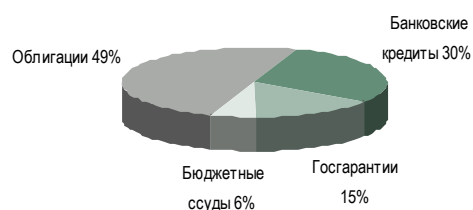
Источник: Федеральная служба государственной статистики

Государственный долг региона



Источник: Министерство финансов

Структура государственного долга региона



Источник: Министерство финансов

Хабаровский край

Облигации

	Объем в обращении, млрд руб.	Ставка купона, %	Дата погашения	Котировальный список ММВБ	Ломбардный список Банка России
Хабаровский край-6	700	7.5	24 ноя. 2009 г.	A1	–

Источник: CBonds

Обзор кредитного качества заемщика

Кредитное качество региона ухудшилось вследствие падения объема производства в результате снижения конкурентоспособности продукции и высокой доли госсектора в экономике. Тем не менее, ресурсный потенциал Хабаровского края очень велик, и если он будет развит, кредитное качество региона существенно улучшится.

Индикаторы бюджетной политики региона*

Отношение дефицита бюджета к объему собственных доходов	н/д
Отношение текущих расходов бюджета к доходам	72.4%
Отношение капитальных расходов к общим расходам бюджета	14.0%
Долг к доходам бюджета (без учета финансовой помощи из центра)	3.3%
Расходы на обслуживание долга к общим расходам бюджета региона	0.9%
Доля трансфертов в собственных доходах бюджета	30.6%
Исполнение бюджета по налоговым доходам от первоначально утвержденного значения	147.2%

* Данные по состоянию на первое января 2008 г.

Источник: Министерство финансов

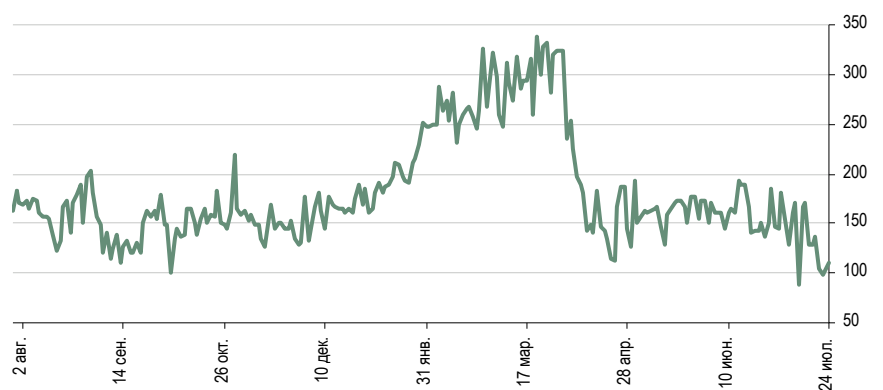
Макроэкономические показатели региона **

Население, тыс. чел.	1404
ВРП, млрд руб.	241.0
Доходы бюджета, млрд руб.	40.5
Кредитный рейтинг (S&P/Moody's/Fitch)	–
Долг, млрд руб.	0.4
Губернатор	Виктор Ишаев
Партийная принадлежность	Единая Россия
Срок окончания полномочий	Декабрь 2008 г.

** Данные по состоянию на первое января 2008 г. или за 2007 г. Объем долга представлен на первое июня 2008 г.

Источники: ЦИК, Министерство финансов, Федеральная служба государственной статистики, оценка Ренессанс Капитала

Спрэд доходности облигаций Хабаровский край-6 к кривой ОФЗ, б. п.



Источник: ММВБ

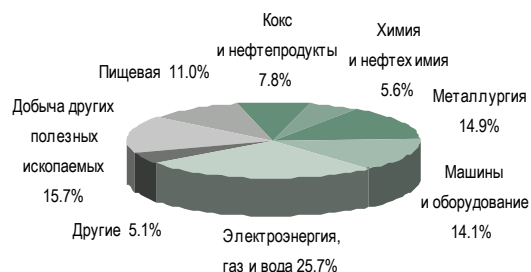
Сильные стороны

- Хабаровский край производит почти 20% всего ВРП Дальневосточного федерального округа.
- Высокий потенциал развития отраслей, связанных с природными ресурсами (лес, драгоценные металлы и природный газ).
- Умеренно высокая доля капитальных расходов, обеспечивающая гибкость расходов бюджета.
- Уровень долга был снижен.
- Облигации включены в котировальный список А1 ММВБ.

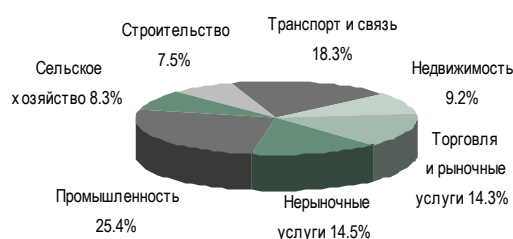
Слабые стороны

- Существенное сокращение объемов производства.
- Низкий уровень благосостояния населения.
- Недостаточная диверсификация экономики.
- Высокая доля машиностроительного сектора; подверженность рискам укрепления курса рубля.
- Зависимость от федеральных трансфертов.

Структура промышленного производства, 2006 г.

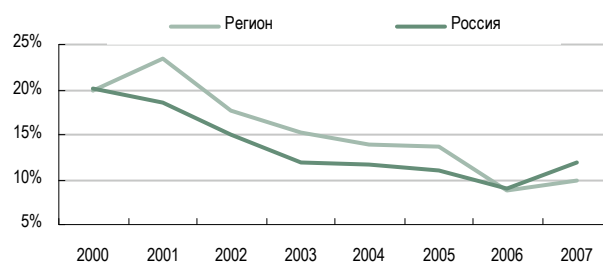


Структура ВРП, 2006 г.



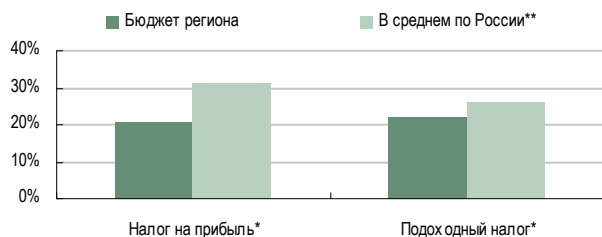
Источник: Федеральная служба государственной статистики

Инфляция



Источник: Федеральная служба государственной статистики

Структура бюджета региона

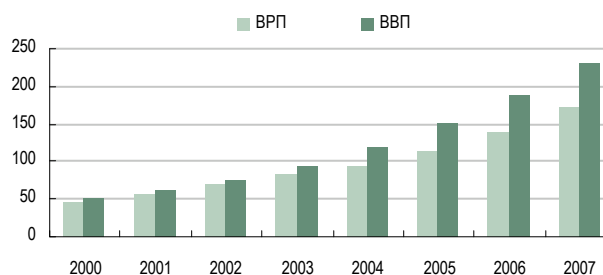


* % к доходам бюджета.

** Сумма сборов по налогу к сумме доходов региональных бюджетов.

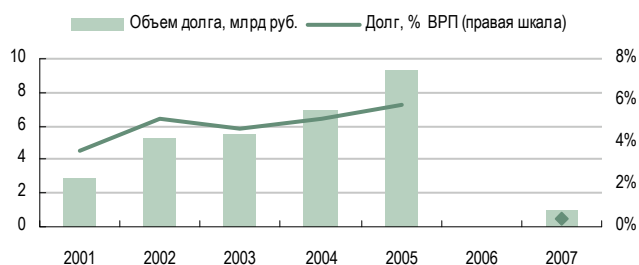
Источник: Министерство финансов

ВРП и ВВП на душу населения, тыс. руб.



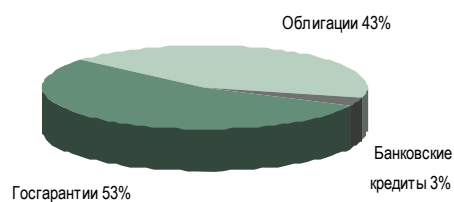
Источник: Федеральная служба государственной статистики

Государственный долг региона



Источник: Министерство финансов

Структура государственного долга региона



Источник: Министерство финансов

Ярославская область

Облигации

	Объем в обращении, млн руб.	Ставка купона, %	Дата погашения	Котировальный список ММВБ	Ломбардный список Банка России
Ярославская область-4	1000	10.50	26 май. 2009 г.	A1	–
Ярославская область-5	500	7.50	30 дек. 2008 г.	A2	–
Ярославская область-6	2000	7.75	19 апр. 2011 г.	A1	–
Ярославская область-7	3500	8.00	30 мар. 2010 г.	A1	–
Ярославская область-8	2200	10.87	30 июн. 2011 г.	внебирочный	–

Источник: CBonds

Обзор кредитного качества заемщика

Ярославская область в течение долгого времени оставалась одним из самых высококачественных заемщиков среди российских регионов. Тем не менее, финансовое положение области несколько ухудшилось. Это вызвано главным образом реформой межбюджетных отношений, которая в силу региональной специфики затронула Ярославскую область больше, чем многие другие регионы.

Индикаторы бюджетной политики региона*

Отношение дефицита бюджета к объему собственных доходов	4.8%
Отношение текущих расходов бюджета к доходам	94.9%
Отношение капитальных расходов к общим расходам бюджета	15.4%
Долг к доходам бюджета (без учета финансовой помощи из центра)	48.6%
Расходы на обслуживание долга к общим расходам бюджета региона	2.8%
Доля трансфертов в собственных доходах бюджета	20.2%
Исполнение бюджета по налоговым доходам от первоначально утвержденного значения	104.0%

* Данные по состоянию на первое января 2008 г.

Источник: Министерство финансов

Макроэкономические показатели региона**

Население, тыс. чел.	1316
ВРП, млрд руб.	192.0
Доходы бюджета, млрд руб.	22.2
Кредитный рейтинг (S&P/Moody's/Fitch)	–
Долг, млрд руб.	9.4
Губернатор	Сергей Вахруков
Партийная принадлежность	Единая Россия
Срок окончания полномочий	Декабрь 2011 г.

** Данные по состоянию на первое января 2008 г. или за 2007 г. Объем долга представлен на первое июня 2008 г.

Источники: ЦИК, Министерство финансов, Федеральная служба государственной статистики, оценка Ренессанс Капитала

Спрэд доходности облигаций Ярославская область-7 к кривой ОФЗ, б. п.



Источник: ММВБ

Сильные стороны

- Высокий уровень благосостояния населения, существенная доля доходов в виде подоходного налога.
- Небольшая зависимость области от федеральных трансфертов.
- Развитая и диверсифицированная экономика.
- Динамичный экономический рост.
- Профессионализм администрации.

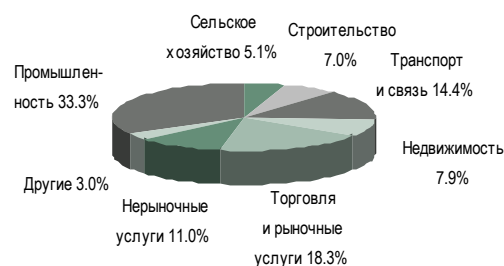
Слабые стороны

- В результате реформы межбюджетных отношений область лишилась важных источников доходов (акцизов на табачные изделия и нефтепродукты).
- Долговая нагрузка одна из самых высоких среди регионов, выпускавших облигации.
- Область может стать центром укрупненного региона, включающего соседние дотационные районы (Владимирскую, Ивановскую и Костромскую области), что вызовет резкий рост бюджетных расходов.

Структура промышленного производства, 2006 г.

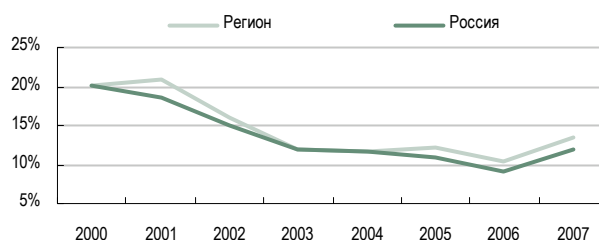


Структура ВРП, 2006 г.



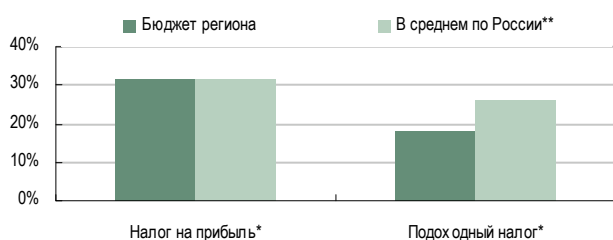
Источник: Федеральная служба государственной статистики

Инфляция



Источник: Федеральная служба государственной статистики

Структура бюджета региона

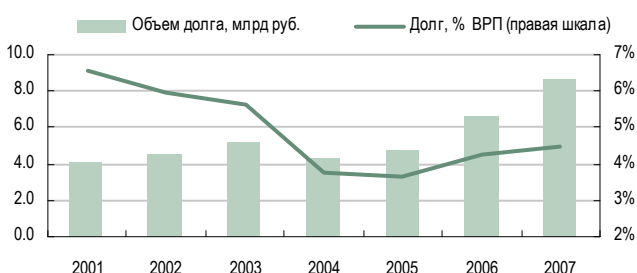


* % к доходам бюджета.

** Сумма сборов по налогу к сумме доходов региональных бюджетов.

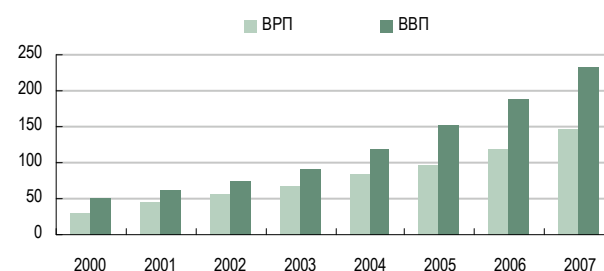
Источник: Министерство финансов

Государственный долг региона



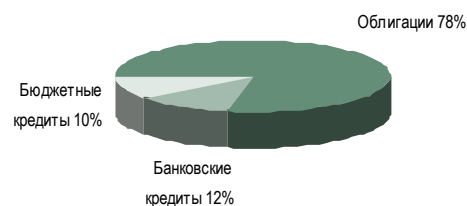
Источник: Министерство финансов

ВРП и ВВП на душу населения, тыс. руб.



Источник: Федеральная служба государственной статистики

Структура государственного долга региона



Источник: Министерство финансов

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. 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, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, 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 одно лицо не несет 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 ними лица мог предпринять действия в соответствии 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 Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости.

Каждый аналитик подтверждает, что 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 аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы.

Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

Ренессанс Капитал

123317, Москва
Краснопресненская набережная, 18
Тел.: + 7 (495) 258 7777
Факс: + 7 (495) 258 7778
www.rencap.com

Аналитическое управление

Руководитель аналитического управления
Роланд Нэш
+ 7 (495) 258 7916
RNash@rencap.com

Рынок акций – Россия
Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
NZagvozdina@rencap.com

Начальник отдела анализа акций
Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
ABurgansky@rencap.com

Рынок акций – Украина
Уилфред Уиллвонг
+ 38 (044) 492 7394
WWillwong@rencap.com

Начальник отдела анализа долговых обязательств
Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
AMoisseev@rencap.com

Рынок акций – Средняя Азия
Гайрат Салимов
+ 7 (727) 244 1581
GSalimov@rencap.com

Стратегия на рынке акций
+ 7 (495) 258 7916
Дэвид Азеркофф
DAserkoff@rencap.com
Томас Манди
Ованес Оганисян
Искандер Абдуллаев

Банковский сектор
+ 7 (495) 258 7748
Дэвид Нангл
DNangle@rencap.com
Светлана Ковальская
Кристина Лядская

Металлургия
+ 7 (495) 258 7743
Роб Эдвардс
REdwards@rencap.com
Андрей Крупник

Нефть и газ
+ 7 (495) 258 7904
Александр Бурганский
ABurgansky@rencap.com
+ 44 (20) 7367 7741
Адам Ландес
ALandes@rencap.com
Елена Савчик
Евгения Дышлюк
Роман Елагин
Ирина Елиневская
Анна Гальцова

Потребительский сектор
+ 7 (495) 258 7753
Наталья Загвоздина
NZagvozdina@rencap.com
Иван Николаев
Виктор Дима
Ульяна Типсина

Сектор недвижимости
+ 7 (495) 258 7770 x4959
Алексей Языков
AYazykov@rencap.com
Александр Венгранович

Телекоммуникации
+ 7 (495) 258 7902
Александр Казбеги
AKazbegi@rencap.com
Иван Ким
Тибор Бокор
Дэвид Фергусон

Транспорт и автомобилестроение
+ 7 (495) 258 7747
Марина Алексеенкова
MAlexeenkova@rencap.com
Ольга Агеева

Химия и машиностроение
+ 7 (495) 783 5653
Марина Алексеенкова
MAlexeenkova@rencap.com
Ринат Кирдань

Электроэнергетика
+ 44 (20) 7367 7793
Дерек Уивинг
DWaving@rencap.com
Вадим Борохов
Владимир Скляр

Экономика и политика
+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
KMalofoeva@rencap.com
Елена Шарипова
Игорь Лебединец
Нина Дергунова

Украинский рынок акций, стратегия
+ 38 (044) 492 7394
Уилфред Уиллвонг
WWillwong@rencap.com
Джеффри Смит
Владимир Динул
Светлана Дрыгуш
Юлия Романенко
Владислав Носик
Сергей Петренко
Константин Головки
Александр Хоролец

Рынок акций Средней Азии, стратегия
+ 7 (727) 244 1581
Гайрат Салимов
GSalimov@rencap.com
Екатерина Газадзе
Милена Иванова
Бектас Мукажанов

Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке
+ 7 (495) 258 7764
Екатерина Малахова
EMalakhova@rencap.com
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун
Анна Богданова

Рынок долговых обязательств, стратегия
+ 7 (495) 258 7946
Алексей Моисеев
AMoisseev@rencap.com
Николай Подгузов
Валентина Крылова
Анастасия Головач
Татьяна Санникова
Олеся Черданцева
Мария Рахмеева

Кредитный анализ
+ 7 (495) 258 7789
Петр Гришин
PGrishin@rencap.com
Максим Раскоснов
Андрей Марков

Административная поддержка
+ 7 (495) 725 5216
Ольга Степанова
OSTepanova@rencap.com
Юлия Попова

Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке
+ 7 (495) 725 5261
Александра Волдман
AWaldman@rencap.com
Патриция Сомервиль
Лорен Мэнди

© 2008 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергнутся риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.

ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации:

брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000

дилерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000

депозитарная деятельность - лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100