



Мы оцениваем справедливый уровень доходности предстоящего выпуска Белгородской области в размере порядка 8,1 – 8,2,% годовых к погашению.

### БЕЛГОРОДСКАЯ ОБЛАСТЬ: ВЫСОКИЕ ТЕМПЫ РОСТА, УМЕРЕННЫЙ ДОЛГ

Белгородская область входит в состав Центрально-Черноземного экономического района и в Центральный Федеральный округ Российской Федерации. Территория области составляет 27,1 тыс. кв. км, население — 1,5 млн. человек. Основу экономики региона составляют четыре сегмента: горнометаллургическая промышленность, машиностроение, пищевая промышленность и сельское хозяйство — на долю данных секторов приходится более 2/3 регионального ВРП.

В области расположены такие крупнейшие горнодобывающие предприятия как: ОАО «Лебединский ГОК» - единственный в России производитель железорудного концентрата с массовой долей железа более 70%, ОАО «Стойленский ГОК», ОАО «Комбинат КМАруда», ООО «Белгородская горнодобывающая компания». Metallургический сегмент области представлен ОАО «ОЭМК», ОАО «Оскольский завод металлургического машиностроения». ЗАО «Завод автотракторного электрооборудования» занимается выпуском автомобильных комплектующих, ЗАО «Энергомаш» (Белгород) — оперирует в сегменте энергетического машиностроения. Кроме того, в области расположен ряд предприятий, занимающихся выпуском оборудования для пищевой промышленности: ОАО «Шебекинский машиностроительный завод» (оборудование для хлебопекарной, кондитерской, консервной и сахарной промышленности); ООО «Луч» (установки для производства растительных масел). Пищевой сектор представлен такими предприятиями как: ОАО «Кондитерская фабрика «Славянка», ОАО «Комбинат хлебопродуктов «Старооскольский», ЗАО «Алексеевский молочноконсервный комбинат».

Доля сельского хозяйства в ВРП региона — около 15%. Белгородская область занимает первое место в России по производству птицы в живом весе и второе место (после Краснодарского края) по производству свиней в живом весе

Через Белгородскую область проходят важнейшие железнодорожные и автомобильные магистрали межгосударственного значения, соединяющие Москву с южными районами России, Украиной и Закавказьем.

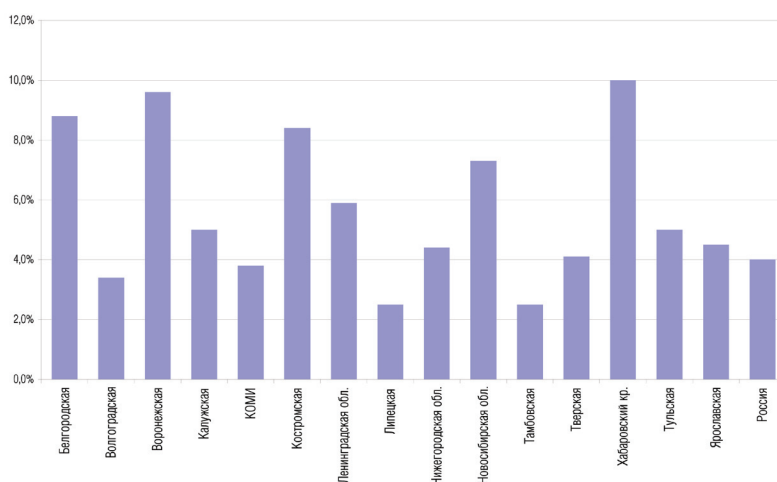
Белгородская область демонстрирует устойчивый рост основных макроэкономических показателей. Итоги социально-экономического развития за I полугодие 2006 года свидетельствуют о закреплении и развитии позитивных процессов в экономике области. Валовой региональный продукт за 2000 – 05 гг. увеличился более чем в полтора раза, объем промышленного производства демонстрирует устойчивые темпы роста на протяжении 9-ти лет подряд; темпы роста экономики области опережают темпы роста экономики России.

Среди сопоставимых по кредитному качеству и размеру бюджета областей, представленных на организованном облигационном рынке, Белгородская область по темпам роста промышленного производства в 2005 году занимала третье место после Хабаровского Края и Воронежской

| Выпуск                 | Белгородская область, 24002                                                                        |
|------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Объем                  | 1 020 000 000                                                                                      |
| Срок обращения         | 5 лет                                                                                              |
| Купоны                 | 1 купон — на конкурсе,<br>2 – 4 купоны — равны 1 купону,<br>5 – 20 купоны — 7,88% годовых          |
| Периодичность          | 4 раза в год                                                                                       |
| Усл. досрочного выкупа | -                                                                                                  |
| Поручители             | -                                                                                                  |
| Организатор            | Организатор — ООО КБ «Национальный стандарт»<br>Со-организатор — ООО «Брокерская компания «РЕГИОН» |
| Доп. информация        | -                                                                                                  |

области, среди областей ЦФО — второе место (после Воронежской области). Темп роста промпроизводства в 2005 году составил 8,8%, в первом квартале 2006 года — 10,1%. Нужно заметить, что соответствующие показатели развития российской экономики за указанные периоды составил 4,0% и 3,0% соответственно.

## ТЕМПЫ РОСТА ПРОМЫШЛЕННОГО ПРОИЗВОДСТВА, 2005 Г.



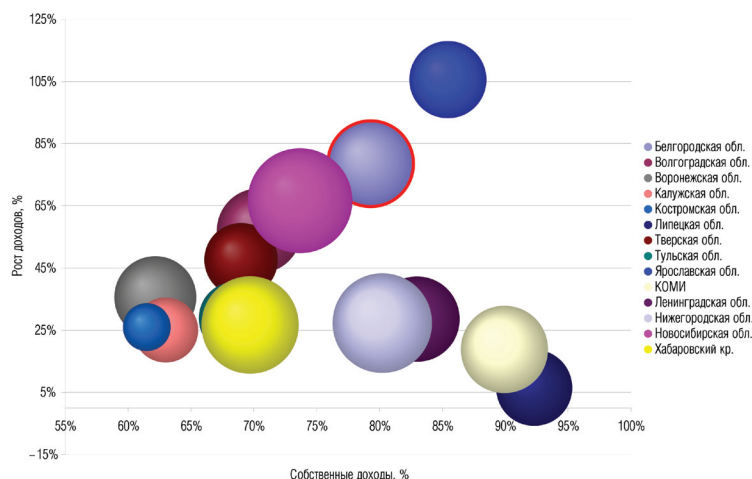
Источник: ФГС.

Белгородская область входит в число крупных по размеру бюджета регионов, занимая по итогам 2005 года 30-е место среди субъектов РФ. По данному показателю область сопоставима с Республикой КОМИ (29-е место) и с Ленинградской областью (31-е место). Среди областей ЦФО Белгородская область занимает первое место по размеру доходов бюджета.

По доле собственных доходов (81,2%) Белгородская область существенно опережает большинство областей ЦФО, но в то же время отстает от Липецкой (92%) и Ярославской (85%) областей; среди рассматриваемых субъектов по данному показателю область так же уступает Республики КОМИ — 90%. Наиболее близкие параметры доходной части бюджета имеют Ленинградская (83%) и Нижегородская (80%) области.

По темпам роста доходов бюджета в 2005 году Белгородская область находится в лидерах среди рассматриваемых субъектов (78%) и уступает лишь Ярославской области (106%). Стоит отметить, что за последние 5 лет доходы области увеличились более чем в 4 раза и по итогам прошлого года составили 19,5 млрд. рублей. Основу доходов составляют налоговые доходы, доля которых выросла с 67% в 2003 г. до, как уже отмечалось, 79% в 2005 г.

**ОСНОВНЫЕ БЮДЖЕТНЫЕ ПАРАМЕТРЫ. РАЗМЕР КРУГА СООТВЕТСТВУЕТ ВЕЛИЧИНЕ ДОХОДОВ БЮДЖЕТА**



Источник: Минфин, ГК «РЕГИОН».

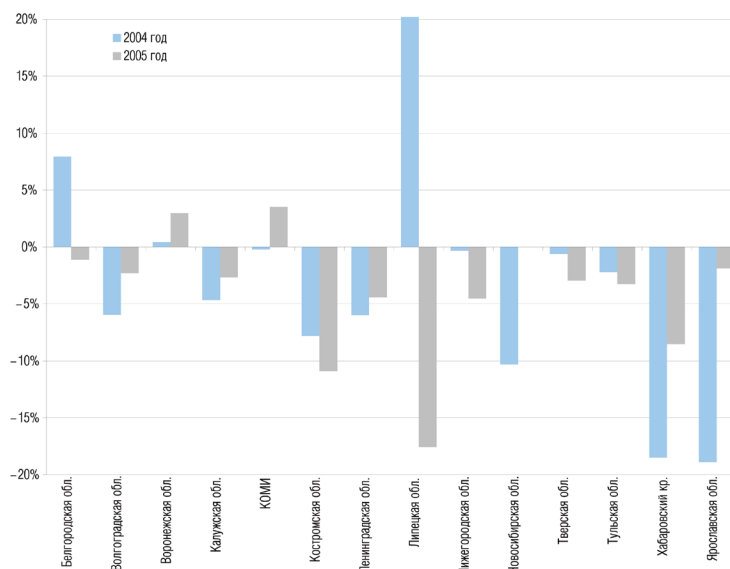
В прошлом году бюджет области был сведен с незначительным дефицитом — 0,22 млрд. руб. (1,1% доходной части). Профицит, показанный в 2004 г., и низкий объем дефицита в 2005 году стали результатом взвешенной расходной политики области, при которой темпы роста расходов отставали от темпов роста доходов областного бюджета.

В соответствии с законодательными актами Белгородской области бюджет на 2006 год был утвержден в размере 21,5 млрд. рублей, предельный размер дефицита — в размере 2,3 млрд. рублей. На 1 сентября 2006 г. областной бюджет был исполнен с профицитом в размере 374,5 млн. руб. или 2,7% от доходов. Доходы областного бюджета за 8 месяцев текущего года составили 13 642,8 млн. руб., расходы — 13 268,3 млн. руб.

Стоит отметить, что среди рассматриваемых субъектов только два продемонстрировали положительное сальдо бюджета по итогам прошлого года — Воронежская область и Республика КОМИ. Вместе с тем, в относительных величинах дефицит бюджета Белгородской области значительно ниже соответствующих показателей сравниваемых областей.

Бюджетная политика Белгородской области характеризуется высокой финансовой дисциплиной — доходная часть была исполнена на 100% от размера утвержденных доходов, в то время как фактическая величина расходов составила всего лишь 96% от запланированной суммы.

РОФИЦИТ / ДЕФИЦИТ БЮДЖЕТА, % ОТ ДОХОДОВ

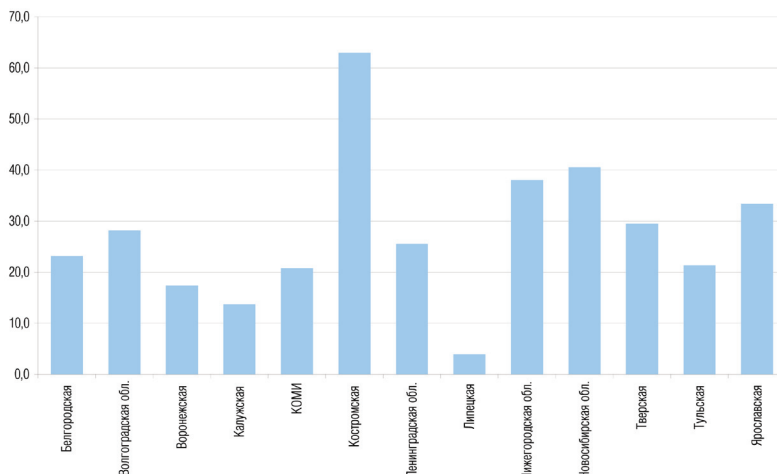


Источник: Минфин, ГК «РЕГИОН».

В течение 2001 – 04 гг. Администрация Белгородской области проводила консервативную долговую политику: государственный долг области сохранялся практически на постоянном уровне — в пределах 2,2 – 2,6 млрд. рублей. В соответствии с областным бюджетом предельный объем государственного долга области на 2005 год был утвержден в размере 4,3 млрд. руб. и в соответствии с Бюджетным кодексом РФ не превышал сумму доходов областного бюджета без учета финансовой помощи других уровней. На начало 2006 г. государственный долг составлял порядка 3,6 млрд. рублей, увеличившись за год на 1,07 млрд. рублей или на 42,8%. Однако с учетом более высоких темпов роста доходов относительный показатель долговой нагрузки сохранился на умеренном уровне: отношение долга к собственным доходам областного бюджета составило 23,1%, что позволяет говорить о его среднем уровне.

Верхний предел долга Белгородской области на 2006 год был установлен в размере 6,9 млрд. рублей, предельный размер расходов по обслуживанию — в размере 0,3 млн. рублей (1,29% объема расходов).

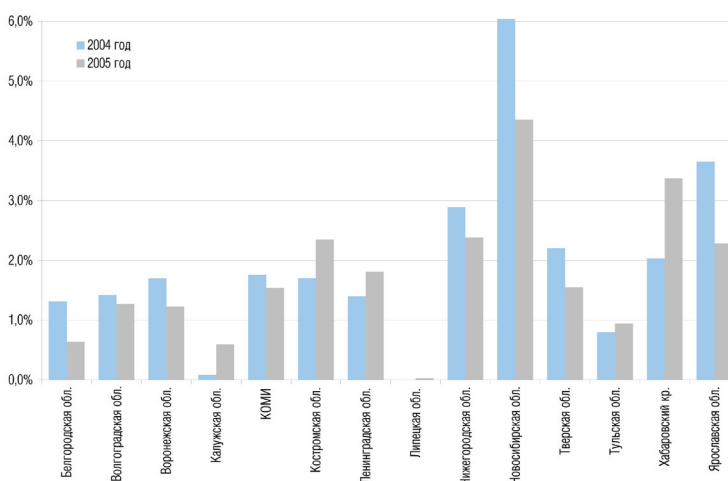
## ДОЛГ / ДОХОДЫ, %



Источник: Минфин, ГК «РЕГИОН»

Белгородская область характеризуется достаточно низкой стоимостью обслуживания долга — более того, по итогам прошлого года этот показатель снизился до 0,6%, что позволило области достичь лидирующих позиций по данному критерию. Частично это объясняется реструктуризацией долгового портфеля — задолженность перед федеральным правительством была равномерно распределена до 2011 года. Кроме того, основной долг представлен преимущественно публичными займами.

## ОБСЛУЖИВАНИЕ ДОЛГА / РАСХОДЫ, %



Источник: Минфин, ГК «РЕГИОН».

Публичная история Белгородская область насчитывает почти четыре года, с момента выпуска первого облигационного займа в декабре 2002 года. За прошедший период Правительство области выпустило три облигационных займа общим объемом 2,62 млрд. рублей. В декабре 2005 г. область погасила облигации серии 25003 объемом 300 млн. рублей. В настоящий момент

в обращении находится два выпуска объемом 0,32 и 2,0 млрд. рублей по номиналу с погашением в 2008 и 2010 гг. соответственно.

### ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ОБЛИГАЦИОННЫХ ВЫПУСКОВ БЕЛГОРОДСКОЙ ОБЛАСТИ

| Выпуск | Объем выпуска, млн. руб. | Дата размещения | Дата погашения | Ставка купонов                                                                                                                  | Статус      |
|--------|--------------------------|-----------------|----------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------|
| 25003  | 300                      | 20.12.2002      | 20.12.2005     | 19% годовых                                                                                                                     | Погашен     |
| 24001  | 320                      | 29.04.2003      | 29.04.2008     | 1, 2 купоны — 11,5%;<br>3 – 4 купоны — 15,0%;<br>5 – 6 купоны — 14,5%;<br>7 – 8 купоны — 14,0%;<br>9 – 10 купоны — 13,5% годов. | В обращении |
| 31001  | 2000                     | 16.11.2005      | 10.11.2010     | 8,38% годовых                                                                                                                   | В обращении |
| 24002  | 1020                     | 25.10.2006      | 19.10.2011     | 1 купон — на конкурсе;<br>2 – 4 купоны — равны 1 купону;<br>5 – 20 купоны — 7,88% годов.                                        | Планируется |

Текущая доходность выпуска 24001 на середину октября составляла порядка 6,93% годовых (дюрация — около 1,36 лет), выпуска 31001 — порядка 8,0 – 8,1% годовых (дюрация — около 3,45 лет). Ввиду малого объема ликвидность первых двух выпусков была относительно низкой. Суммарный объем сделок на ММВБ по выпуску 31001 с середины ноября 2005 г. до начала октября 2006 г. составил около 3,859 млрд. рублей. Доходность облигаций Белгородской области изменялась в соответствии с изменением конъюнктуры рынка муниципальных облигаций в целом. В начале текущего года доходность снижалась до своих минимальных значений — порядка 7,7% годовых, в середине июля поднималась до своих максимальных значений — порядка 8,30 – 8,35% годовых.

В настоящий момент на облигационном рынке представлены займы ряда областей, сопоставимых с Белгородской по размеру бюджета и кредитному качеству. Как уже отмечалось, Белгородская область:

- По темпам роста доходной части бюджета превосходит все рассматриваемые субъекты за исключением Ярославской области;
- По структуре доходной части бюджета сопоставима с Нижегородской и Ленинградской областями, отстает от Липецкой, Ярославской областей и Республики КОМИ, но превосходит большинство субъектов ЦФО;
- Имеет один из самых низких показателей обслуж. долга;
- Имеет средний уровень долговой нагрузки.

### ОСНОВНЫЕ ПАРАМЕТРЫ ОБРАЩАЮЩИХСЯ ЗАЙМОВ.

| Выпуск                     | Объем займа,<br>млн. руб. | Дюрация,<br>лет | Доходность,<br>% | Спрэд к кривой<br>ОФЗ, б.п. |
|----------------------------|---------------------------|-----------------|------------------|-----------------------------|
| Белгородская обл. – 24001  | 320                       | 1,36            | 6,93             | 130                         |
| Белгородская обл. – 31001  | 2000                      | 3,45            | 8,07             | 192                         |
| Белгородская обл. – 24002  | 1020                      |                 |                  |                             |
| Волгоградская обл. – 25003 | 550                       | 3,08            | 8,44             | 239                         |
| Волгоградская обл. – 26001 | 600                       | 1,51            | 9,94*            | -                           |
| Волгоградская обл. – 35001 | 700                       | 1,91            | 8,26             | 246                         |
| Воронежская обл. – 31001   | 600                       | 1,09            | 6,99             | 149                         |
| Воронежская обл. – 31002   | 500                       | 2,28            | 7,42             | 157                         |
| Воронежская обл. – 34003   | 500                       | 3,50            | 8,09             | 194                         |
| Калужская обл. – 25004     | 300                       | 1,12            | 8,34             | 284                         |
| Калужская обл. – 34002     | 1300                      | 3,57            | 8,18             | 200                         |
| КОМИ – 24005               | 500                       | 1,11            | 6,59             | 109                         |
| КОМИ – 24006               | 700                       | 3,30            | 7,32             | 115                         |
| КОМИ – 35007               | 1000                      | 4,91            | 7,09             | 80                          |
| КОМИ – 35008               | 1000                      | 6,23            | 7,67             | 115                         |
| Костромская обл. – 31004   | 800                       | 1,30            | 7,28             | 178                         |
| Ленинградская обл. – 26001 | 800                       | 3,26            | 7,08             | 98                          |
| Ленинградская обл. – 26002 | 1300                      | 5,51            | 7,41             | 96                          |
| Липецкая обл. – 25003      | 300                       | 0,90            | 7,01             | 172                         |
| Липецкая обл. – 34004      | 1500                      | 3,32            | 7,83             | 171                         |
| Нижегородская обл. – 34002 | 2500                      | 1,23            | 7,19             | 169                         |
| Новосибирская обл. – 25012 | 2000                      | 1,04            | 7,19             | 175                         |
| Новосибирская обл. – 34013 | 2500                      | 2,08            | 7,62             | 182                         |
| Тверская обл. – 25003      | 800                       | 1,95            | 7,91             | 211                         |
| Тульская обл. – 31001      | 1500                      | 2,43            | 7,85             | 195                         |
| Хабаровский кр. – 31006    | 1000                      | 1,97            | 7,50             | 170                         |
| Ярославская обл. – 31004   | 1000                      | 2,27            | 7,33             | 148                         |
| Ярославская обл. – 31005   | 500                       | 2,02            | 7,93             | 213                         |
| Ярославская обл. – 34006   | 2000                      | 2,88            | 7,93             | 188                         |

Источник: ММВБ, ГК «РЕГИОН».

\*котировки резко отличаются от средних за период один – два месяца

Исходя из динамики доходности облигаций сопоставимых по кредитному качеству субъектов, а так же динамики сопоставимых по дюрации облигаций Белгородской области серии 31001, мы оцениваем доходность к погашению предстоящего выпуска на уровне 8,1 – 8,2% годовых, что эквивалентно спреда к кривой ОФЗ на уровне 185 – 195 б.п. В то же время, мы хотели бы отметить, что спреды ряда более ликвидных выпусков областей сопоставимых с Белгородской по кредитному качеству торгуются с более узкими спредами – порядка 100 – 170 б.п., что создает возможность роста котировок на вторичном рынке.

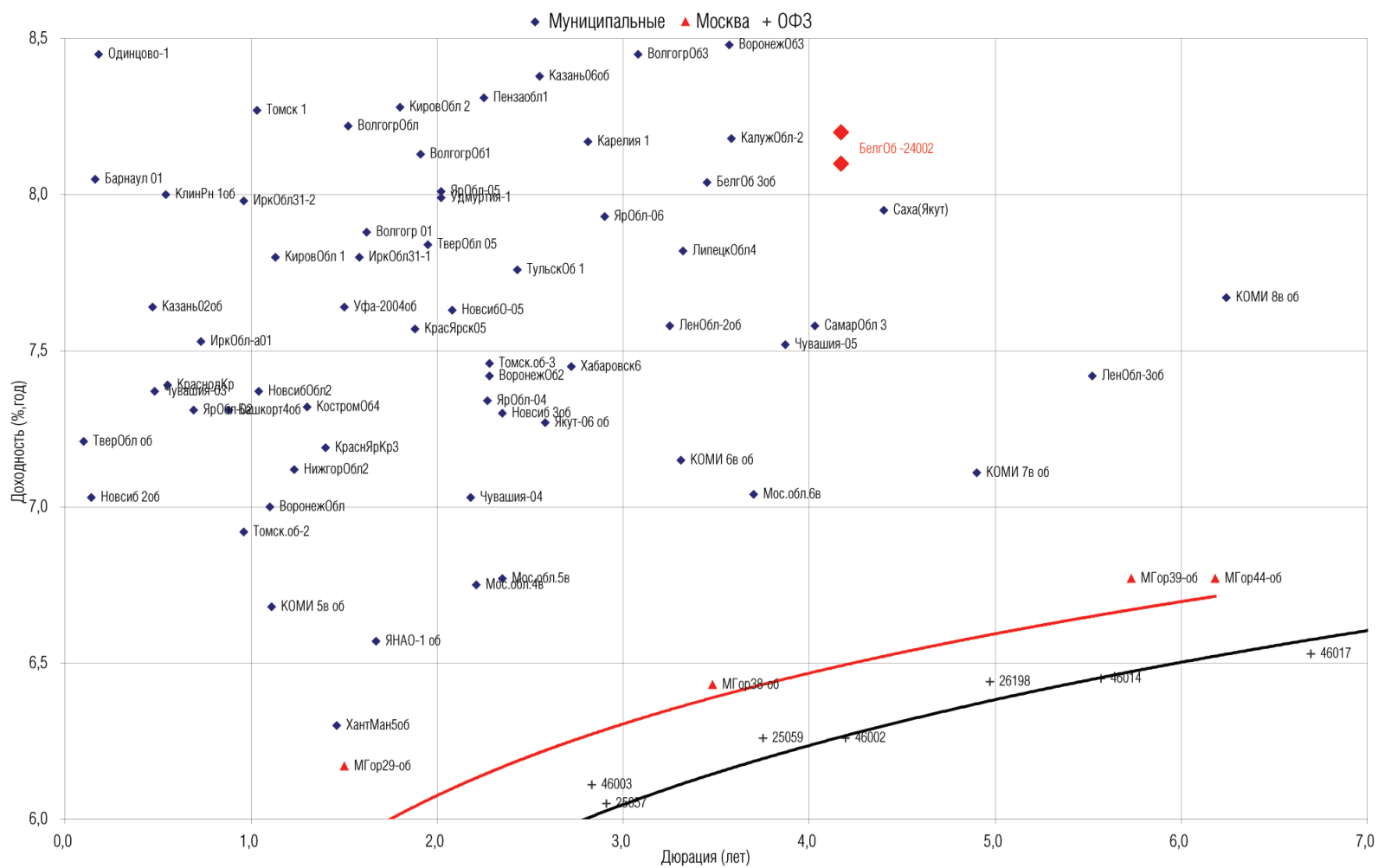
| ПОКАЗАТЕЛИ ИСПОЛНЕНИЯ БЮДЖЕТА        |                   |       |                  |       |                |       |                  |        |               |        |               |       |               |       |
|--------------------------------------|-------------------|-------|------------------|-------|----------------|-------|------------------|--------|---------------|--------|---------------|-------|---------------|-------|
| млрд. руб.                           | Белгородская обл. |       | Воронежская обл. |       | Калужская обл. |       | Костромская обл. |        | Липецкая обл. |        | Тверская обл. |       | Тульская обл. |       |
|                                      | 2004              | 2005  | 2004             | 2005  | 2004           | 2005  | 2004             | 2005   | 2004          | 2005   | 2004          | 2005  | 2004          | 2005  |
| Всего доходов                        | 10.9              | 19.5  | 13.3             | 18.0  | 9.1            | 11.3  | 4.9              | 6.2    | 14.5          | 15.4   | 9.7           | 14.3  | 11.0          | 14.2  |
| в т.ч. собственные доходы, %         | 97%               | 79%   | 64%              | 62.2% | 60%            | 63%   | 57%              | 61%    | 96%           | 92%    | 70%           | 69%   | 85%           | 69%   |
| Всего расходов                       | 10.1              | 19.7  | 13.2             | 17.4  | 9.5            | 11.6  | 5.3              | 6.9    | 11.3          | 18.1   | 9.8           | 14.8  | 11.3          | 14.7  |
| Дефицит / Профицит                   | 0.9               | -0.2  | 0.1              | 0.5   | -0.4           | -0.3  | -0.4             | -0.7   | 3.1           | -2.7   | -0.1          | -0.4  | -0.2          | -0.5  |
| Дефицит / Профицит, % от доходов     | 7.9%              | -1.1% | 0.4%             | 3.0%  | -4.7%          | -2.7% | -7.8%            | -10.9% | 21.7%         | -17.6% | -0.6%         | -3.0% | -2.2%         | -3.3% |
| Обслуживание госдолга, % от расходов | 1.3%              | 0.6%  | 1.7%             | 1.2%  | 0.1%           | 0.6%  | 1.7%             | 2.3%   | 0.0%          | 0.0%   | 2.2%          | 1.5%  | 0.8%          | 0.9%  |

| млрд. руб.                           | Ярославская обл. |       | Волгоградская обл. |       | КОМИ  |       | Хабаровский край |       | Нижегородская обл. |       | Новосибирская обл. |       | Ленинградская |       |
|--------------------------------------|------------------|-------|--------------------|-------|-------|-------|------------------|-------|--------------------|-------|--------------------|-------|---------------|-------|
|                                      | 2004             | 2005  | 2004               | 2005  | 2004  | 2005  | 2004             | 2005  | 2004               | 2005  | 2004               | 2005  | 2004          | 2005  |
| Всего доходов                        | 7.7              | 15.9  | 12.1               | 19.0  | 17.2  | 20.4  | 19.9             | 25.3  | 20.8               | 26.5  | 17.6               | 29.3  | 15.1          | 19.4  |
| в т.ч. собственные доходы, %         | 85%              | 85%   | 71%                | 70%   | 92%   | 89.9% | 74%              | 69.7% | 96%                | 80.2% | 71%                | 73.7% | 97.4%         | 83.0% |
| Всего расходов                       | 9.2              | 16.2  | 12.9               | 19.5  | 17.2  | 19.7  | 23.6             | 27.4  | 20.9               | 27.7  | 19.4               | 29.3  | 16.0          | 20.3  |
| Дефицит / Профицит                   | -1.5             | -0.3  | -0.7               | -0.4  | 0.0   | 0.7   | -3.7             | -2.2  | -0.1               | -1.2  | -1.8               | 0.0   | -0.9          | -0.9  |
| Дефицит / Профицит, % от доходов     | -18.9%           | -1.9% | -6.0%              | -2.3% | -0.2% | 3.5%  | -18.5%           | -8.5% | -0.4%              | -4.5% | -10.3%             | 0.0%  | -6.0%         | -4.4% |
| Обслуживание госдолга, % от расходов | 3.6%             | 2.3%  | 1.4%               | 1.3%  | 1.8%  | 1.5%  | 2.0%             | 3.4%  | 2.9%               | 2.4%  | 6.1%               | 4.4%  | 1.4%          | 1.8%  |



## КРИВАЯ ДОХОДНОСТИ ОБЛИГАЦИЙ



## ОПЕРАЦИИ С АКЦИЯМИ

### Руководитель департамента:

Павел Ващенко (доб. 335; e-mail: pvaschenko@regnm.ru)

### Клиентское обслуживание:

Владимиров Владимир (доб. 570; e-mail: vladimirov@regnm.ru)

Маргарита Петрова (доб. 333; e-mail: rita\_petrova@regnm.ru)

Янковский Александр (доб. 585; e-mail: java@regnm.ru)

### Трейдеры:

Марина Муминова (доб. 157; e-mail: muminova@regnm.ru),  
(095) 264 4372 (прямой)

Никита Фраш (доб. 137; e-mail: frash@regnm.ru)

Рифат Летфуллин (доб. 504; e-mail: letfullin@regnm.ru)

Орловский Максим (доб. 534; e-mail: orlovskiy@regnm.ru)

## ОПЕРАЦИИ С ВЕКСЕЛЯМИ

Павел Голышев (доб. 303; email: golyshev@regnm.ru)

Виктория Скрыпник (доб. 301; email: vvs@regnm.ru)

Елена Шехурдина (доб. 463; email: lenash@regnm.ru),

Крищенко Богдан (доб. 580; email: valentine@regnm.ru)

## ОПЕРАЦИИ С ОБЛИГАЦИЯМИ

Сергей Гуминский (доб. 433; email: guminskiy@regnm.ru)

Петр Костиков (доб. 471; email: kostikov@regnm.ru)

Игорь Каграмян (доб. 575; email: kia@regnm.ru)

Нестерова Анна (доб. 549; email: nesterova@regnm.ru)

## ОРГАНИЗАЦИЯ ПРОГРАММ ДОЛГОВОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

Олег Дулебенец (доб. 584; e-mail: dulebenets@regnm.ru)

Константин Ковалев (доб. 547; e-mail: kovalev@regnm.ru)

## АНАЛИТИЧЕСКОЕ И ИНФОРМАЦИОННОЕ ОБСЛУЖИВАНИЕ

### Директор по аналитике и информации:

Анатолий Ходоровский (доб. 538; e-mail: khodorovsky@regnm.ru)

### Анализ финансовых рынков (долговой рынок):

Александр Ермак (доб. 405; e-mail: aermak@regnm.ru)

Константин Комиссаров (доб. 428; e-mail: komissarov@regnm.ru)

### Отраслевой и макроэкономический анализ:

Валерий Вайсберг (доб. 143; e-mail: vva@regnm.ru)

Виталий Крюков (e-mail: krukovvv@region.ru)

Виталий Лакеев (lakeevvv@region.ru)

## ДОВЕРИТЕЛЬНОЕ УПРАВЛЕНИЕ

Сергей Малышев (доб. 120; email: smalyshv@regnm.ru)

Данила Шевырин (доб. 178; email: she\_dv@regnm.ru)

Группа компаний «РЕГИОН» объединяет динамично развивающиеся компании, оказывающие в совокупности целый спектр услуг на рынке ценных бумаг, в числе которых услуги в сфере брокерской (ООО «БК РЕГИОН»), депозитарной деятельности (ЗАО «ДК РЕГИОН»), доверительного управления ценными бумагами, управления инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами (ЗАО «РЕГИОН ЭСМ»), а также услуги финансового консультанта на рынке ценных бумаг (ЗАО «РЕГИОН ФК»). Компании группы обладают всеми необходимыми лицензиями для осуществления соответствующих видов деятельности. Профессионализм сотрудников компаний группы подтвержден рейтингами НАУФОР (АА — высокая степень надежности), журнала «Деньги», а также многочисленными опросами участников рынка ценных бумаг, проводимых информационными агентствами АК&М и РосБизнесКонсалтинг, по результатам которых Компания устойчиво занимает ведущие места. Основные причины наших успехов кроются в четком понимании тенденций рынка и чутком отношении к интересам наших клиентов. Если Вам потребуется какая-либо помощь, либо Вы захотите более подробно узнать о спектре оказываемых нами услуг, пожалуйста, свяжитесь с нами.

**Многоканальный телефон: (095) 777 2964**

**Факс: 975 2448**

**[www.region.ru](http://www.region.ru)**

Страницы компании в информационной системе REUTERS: <REGION>

Данный обзор носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как предложение к заключению сделок с компаниями группы «РЕГИОН». Мы не претендуем на полноту и точность изложенной информации. Наши клиенты могут иметь позицию или какой-либо иной интерес в любой сделке прямо или косвенно упомянутой в тексте настоящего обзора. «РЕГИОН» не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации, изложенной в настоящем обзоре. Любые операции с ценными бумагами, упоминаемыми в настоящем обзоре, могут быть связаны со значительным риском.